prácticas cOnstituyentes



BENEFICIOS SIN PRODUCCIÓN

CÓMO NOS EXPLOTAN LAS FINANZAS

Costas Lapavitsas

traficantes de sueños



Primera edición: 1000 ejemplares, febrero de 2016
Título: Beneficios sin producción. Cómo nos explotan las finanzas
Autor: Costas Lapavitsas
Traducción: Carla Estevan Esteban y Laura de la Villa Alemán
Maquetación y diseño de cubierta: Traficantes de Sueños [taller@traficantes.net]

Dirección de colección: Carlos Prieto del Campo y David Gámez Hernández

Edición:
Traficantes de Sueños
C/ Duque de Alba, 13. 28012, Madrid.
Tlf: 915320928. [e-mail:editorial@traficantes.net]

Impresión:
Cofás artes gráficas

ISBN: 978-84-944600-5-0
Depósito legal:

Edición original: *Profiting Without Producing: How Finance Exploits Us All*, Verso, octubre de 2013

BENEFICIOS SIN PRODUCCIÓN

CÓMO NOS EXPLOTAN LAS FINANZAS

COSTAS LAPAVITSAS

TRADUCCIÓN:

CARLA ESTEVAN ESTEBAN

LAURA DE LA VILLA ALEMÁN

prácticas constituyentes

traficantes de sueños

ÍNDICE

Prefacio 13

PRIMERA PARTE. Financiarización: Análisis teórico y precedentes históricos 17

I. Introducción: la expansión de las finanzas 19

Una crisis peculiar 19
El contexto y los aspectos estructurales de la financiarización 21
Los mercados financieros y los bancos 24
La expansión de los mercados de derivados y la presencia dominante de los bancos 27
Organización del análisis 30

II. Análisis de la financiarización: bibliografía y teoría 35

La financiarización en la economía política marxista 38
Otros enfoques de la financiarización 54
Un enfoque basado en el marxismo clásico 60

III. La primera oleada de ascenso de las finanzas: respuestas teóricas del marxismo 69

La expansión de las finanzas a finales del siglo XIX 69
El contexto intelectual y político del análisis de la transformación capitalista de Hilferding 72
La estructura del análisis teórico de Hilferding 76
La importancia de empezar con una teoría del dinero y del crédito 77
Los mercados bursátiles 84
El capital financiero y las zonas de comercio 87
Las crisis 89
Imperialismo 90

SEGUNDA PARTE. La economía política de la financiarización 99

IV. Los fundamentos monetarios del capitalismo financiarizado 101

Los rasgos monetarios de la financiarización 101
La teoría monetaria marxista en relación con el dinero contemporáneo 104
El dinero doméstico contemporáneo sin valor intrínseco: el dinero fiduciario, el dinero crediticio privado y el dinero del banco central respaldado por el Estado 116
El dinero doméstico sin valor intrínseco durante el proceso de financiarización: el dinero electrónico 123
El dinero electrónico propiamente dicho: una forma novedosa de dinero en el capitalismo financiarizado 133
El dinero del banco central respaldado por el Estado en el punto álgido de la financiarización 137
El dinero mundial contemporáneo sin valor intrínseco: el dólar como dinero cuasi mundial 139

V. La naturaleza flexible de la financiarización: las finanzas y la economía capitalista 145
Las condiciones sociales capitalistas son necesarias para el surgimiento de un sistema financiero 145
El capital en dinero prestable que devenga interés 149
Las finanzas y la acumulación real: una relación bidireccional 162
Los mercados de capital, los bancos de inversión y el diseño del sistema financiero 177
VI. El enigma de las ganancias financieras 183
Las ganancias financieras: formas múltiples apoyadas en relaciones sociales heterogéneas 183
La ganancia en la teoría económica de Marx 187
Ganancia precapitalista y ganancia financiera 194
La ganancia financiera al adelantar un préstamo: la importancia del apalancamiento (endeudamiento) 199
La ganancia financiera derivada de las acciones: comparación entre los accionistas y los prestamistas 204
Ganancia financiera derivada del comercio de activos financieros 209
PARTE III. Las características empíricas e históricas de la financiarización 221
VII. El contexto de la acumulación financiarizada 223
El análisis histórico de la financiarización 223
La trayectoria de la acumulación a lo largo de la financiarización: tendencias características 227
El Estado da forma al «canal» de la acumulación financiarizada 248
VIII. Tendencias subyacentes y formas variables: la financiarización avanzada y la financiarización subordinada 259
La distinción entre la acumulación real y la acumulación financiera 260
La acumulación financiera en términos agregados 264
Las relaciones fundamentales de la financiarización en los países avanzados 279
La financiarización subordinada de los países en vías de desarrollo 311
Apéndices 324
IX. La propensión a la crisis: estalla una enorme tormenta en 2007 329
Las finanzas y las crisis según Marx 330
Una gran burbuja, principalmente en EEUU (2001-2007) 343
El estallido de la burbuja y la crisis posterior (2007-2009) 350
La intervención del Estado para evitar lo peor; EEUU al frente del proceso (2008-2009) 354
El paso a una crisis fiscal: la eurozona en apuros 364
La intervención de los Estados europeos y sus resultados limitados 377
X. El control de las finanzas 385
La evolución de la regulación tras la Segunda Guerra Mundial: la regulación no conforme al mercado 386

La regulación bajo condiciones de financiarización: la regulación conforme al mercado y las persistencia de la regulación no conforme al mercado 393
El fracaso de la banca privada y la dificultad de volver a introducir regulaciones que invalidan el mercado 400
Cómo hacer frente a la financiarización: algunas observaciones finales 405
Bibliografía 411
Índice de tablas y gráficas 455

Para Elektra y Maria con la esperanza de que disculpen
mi prolongado ensimismamiento

PREFACIO

Los años dos mil fueron un periodo extraordinario para el sector financiero por lo que se refiere a los precios, los beneficios y el volumen de transacciones; pero también por su influencia y su arrogancia. A mediados de la década resultaba difícil saber con fiabilidad cuándo iba a estallar la burbuja que se había formado en EEUU y en Reino Unido, pero se sabía que sus secuelas serían probablemente devastadoras. Aunque esto parezca trivial en 2013, por aquel entonces era casi imposible transmitirlo a especialistas o a estudiantes en finanzas, ni siquiera a activistas o a socialistas. La opinión pública estaba dominada por las supuestas habilidades expertas del sistema financiero para «trocear» el riesgo y por la presunta sabiduría de la «Gran Moderación» en cuanto a política de control de la inflación. Las crisis estructurales eran cosa del pasado, o para los países en vías de desarrollo, ya no era algo propio de las economías avanzadas con instituciones fuertes y economistas bien formados. Parecía que el sector financiero había descubierto el *perpetuum mobile* para hacer ganancias.

A mediados de la primera década del nuevo siglo, se intuía ya que el proceso en marcha iba a ser más que un simple exceso financiero. La burbuja reflejaba cambios profundos en el comportamiento de las empresas no financieras, de los bancos y de los hogares. Tras años de ascenso y consolidación de las finanzas, los agentes de la acumulación capitalista otorgaron a las operaciones financieras un peso sin precedentes. Las finanzas eran fundamentales para hacer ganancias y para organizar el día a día, pero también para determinar completamente la política económica.

Este libro fue concebido en un primer momento en ese contexto y su objetivo era analizar el ascenso y consolidación de las finanzas y la simultánea financiarización del capitalismo. La idea era desarrollar un análisis teórico de la financiarización de marcado carácter marxista, aplicando el trabajo hecho anteriormente sobre el dinero y las finanzas. Iba a ser un libro que recurriera a la economía política anglosajona y al marxismo del japonés Kozo Uno, pero que a su vez estuviera familiarizado con la teoría dominante del dinero y las finanzas. De este modo, contribuiría a rellenar el recurrente vacío de la economía política en este campo.

Sin embargo, como suele suceder en estos casos, la realidad se impuso. En agosto de 2007, el mercado monetario de EEUU sufrió un ataque al corazón, y entre agosto y septiembre de 2008 el sistema financiero mundial vivió una experiencia cercana a la muerte. La burbuja había estallado, se avecinaba una catástrofe. La influencia destructiva de las finanzas sobre el resto de la economía se había hecho evidente, así como también el apoyo y promoción de la financiarización por parte del Estado. Pronto quedó claro además que esta era una crisis estructural de la que no se saldría rápidamente. El estallido de la burbuja culminó en una crisis de la financiarización que ilustra la transformación histórica del capitalismo maduro en las décadas anteriores. Así, se hizo necesario reexaminar las tendencias subyacentes de la financiarización, poniendo especial atención a las fuentes de las ganancias financieras por lo cual se tuvo que retrasar el libro.

Fue entre 2010 y 2012 cuando la crisis tomó un rumbo todavía más peligroso. Los Estados habían acumulado deuda porque se habían reducido los ingresos fiscales a causa de la recesión y las haciendas públicas habían asumido el coste de rescatar el sector financiero. La burbuja creada por el capital privado derivó en una crisis de las finanzas públicas. El aumento del endeudamiento público condujo a una inestabilidad feroz en la eurozona, puso de manifiesto la separación entre el centro y la periferia, empujó a la quiebra a varios países periféricos y amenazó con la ruptura de la unión monetaria. El espectro de una enorme crisis se cernía sobre la economía mundial. Se hizo evidente que la dimensión monetaria de la financiarización tendría que ser reexaminada con mayor profundidad, en particular en todo aquello relacionado con la precariedad de sus puntales monetarios, tanto domésticos como internacionales.

La crisis estaba lejos de terminar cuando escribí este libro. Aun así, tuve que resistir la tentación de retrasar todavía más la publicación con la expectativa de que surgieran nuevas consecuencias de la financiarización. Era el momento de presentar al público el análisis del contenido estructural e histórico de la financiarización, incluso si esto significaba intentar disparar a un blanco móvil. Los aspectos monetarios y financieros de la transformación sufrida por el capitalismo en las últimas cuatro décadas han sido cada vez más discutidos por la economía política, particularmente por los marxistas. Este libro contiene un argumento distintivo sobre la financiarización que incluye particularmente el carácter predador y expropiador del beneficio financiero y sus implicaciones en la estratificación social; lo cual permitirá, así, entender mejor la propensión a las crisis que ha caracterizado a la financiarización desde sus inicios.

A la hora de agradecer la ayuda recibida en la preparación de este libro, debo primero reconocer que estoy en deuda con demasiada gente como para nombrar a cada uno. De todos modos, Makoto Itoh merece una

mención especial, no tanto por su ayuda directa, como por su espléndido apoyo intelectual a lo largo de los años. Ojalá otros economistas políticos compartieran su generosidad de espíritu. También debo dar las gracias a Tomohiko Sekine, por prestarme en varias ocasiones un poco de su tiempo para discutir algunos aspectos complicados de la acumulación del capital. Los elementos más sutiles del marxismo de Kozo Uno fueron mucho más fáciles de comprender con tales profesores. También debo agradecer a tantos otros economistas políticos japoneses que han sido amigos, colegas e interlocutores a lo largo de los años. *Iroiro to osewa ni narimashite, hontou ni arigatou gozaimashita*.

También debo dar las gracias a los miembros del *Research on Money and Finance (RMF)*, que me ofrecieron no solo apoyo intelectual, sino también práctico. El RMF nació cuando la burbuja de los años dos mil estalló y estoy orgulloso de que sus aportaciones al debate internacional hayan sido tan significativas. En 2010, parecía imposible imaginar el alcance de la tormenta que azotaba Europa, pero dimos lo mejor de nosotros mismos pese a tener pocos recursos. Sin el vivaz espíritu de investigación de los miembros del RMF, el análisis de la financiarización habría sido mucho más difícil de abordar. De entre ellos debo destacar a Iren Levina, cuya persistente curiosidad intelectual y facilidad con los datos ayudaron a dar forma a los argumentos de este libro. También merecen un reconocimiento especial Eugenia Pires, Jeff Powell, Juan Painceira y Jo Michell, por su ayuda con la bibliografía y los datos, a pesar de las grandes presiones de la vida y del trabajo.

Una de las pocas consecuencias positivas de la financiarización ha sido el resurgimiento del análisis marxista del dinero y las finanzas. No hace tanto que estos temas eran objeto de investigación únicamente para una minoría de los economistas políticos marxistas, particularmente de tradición anglosajona. Con la llegada de una nueva generación, las cosas son ahora muy diferentes. Además, el hecho de que activistas y socialistas se hayan percatado por fin del papel central que juegan las finanzas en el capitalismo contemporáneo ha hecho cambiar aún más el panorama. Este libro pretende ser una contribución teórica al debate, siempre con la esperanza de que también contribuya a hacer frente a la financiarización en la práctica. La oposición al capitalismo contemporáneo solo será posible si continúa el resurgimiento de la teoría marxista.

Londres, enero de 2013

PRIMERA PARTE

FINANCIARIZACIÓN: ANÁLISIS TEÓRICO Y PRECEDENTES HISTÓRICOS

I
INTRODUCCIÓN: LA EXPANSIÓN DE LAS FINANZAS

Una crisis peculiar

En el verano de 2007, algunas economías capitalistas maduras entraron en un periodo de inestabilidad de proporciones históricas. Los primeros indicios de que la economía no estaba funcionando bien aparecieron en EEUU en el verano de 2006, cuando el mercado inmobiliario empezó a caer, la demanda se debilitó y la rentabilidad se deterioró. Sin embargo, las condiciones de la crisis actual no surgieron hasta agosto de 2007, después de que un espasmo recorriera los mercados monetarios internacionales y dificultara a los bancos el acceso a la liquidez. Durante los siguientes doce meses, las condiciones financieras empezaron a empeorar progresivamente, mientras la producción, el consumo y el comercio simplemente esperaban su turno. Fue entonces, entre agosto y septiembre de 2008, cuando se desató una feroz tormenta financiera: los bancos internacionales entraban en quiebra, el crédito desaparecía y la financiación privada resultaba casi imposible de obtener.

El derrumbe de gran parte del sistema financiero de EEUU y, por extensión, de gran parte de las finanzas mundiales se evitó únicamente gracias a la intervención pública, que se dedicó a suministrar liquidez y capital a los bancos, todo sobre la base de los recursos públicos. No obstante, la economía mundial entró en una profunda recesión entre 2008 y 2009, al final de la cual no se pudieron restaurar las condiciones para una rápida acumulación en los países desarrollados. Antes bien ocurrió lo contrario: la falta de ingresos públicos a causa de la recesión y el aumento del gasto público requeridos para rescatar al sistema financiero e impedir el colapso económico generaron un gran déficit fiscal en algunos países.

El resultado fue una crisis de la deuda pública a partir de 2010, cuyo impacto fue especialmente severo en Europa. La crisis de la deuda pública tiene dos consecuencias y ambas entrañan riesgos para la acumulación capitalista en todo el mundo. La primera es que los bonos del tesoro de los Estados que tienen dificultades para cumplir sus obligaciones están ahora

en manos de los bancos y, por eso, la crisis amenaza con volver a aparecer de nuevo en el sistema financiero. La segunda, y mucho más peligrosa, es que la crisis de la deuda pública ha afectado directamente a la cohesión de la Unión Monetaria Europea. El colapso de la moneda común de la Unión Europea podría provocar una perturbación económica mundial sin precedentes.

La crisis de los años dos mil será terreno fértil para los historiadores económicos durante décadas, tanto en lo que se refiere al estudio de sus causas como al de sus consecuencias. Aun así, ésta ha tenido ya un resultado evidente: ha quedado claro que las economías capitalistas se han transformado, tanto las avanzadas como las que se han desarrollado en las tres últimas décadas; al mismo tiempo se ha confirmado el papel central de las finanzas a nivel nacional e internacional. El capital financiero impregna la actividad económica e interactúa con los mercados financieros generando enormes beneficios, pero a su vez también desencadena crisis mundiales. Hablando en los términos que serán utilizados a lo largo de este libro, el capitalismo contemporáneo está «financiarizado» y la inestabilidad que apareció a partir de 2007 es una «crisis de la financiarización».

Los procesos económicos —y las relaciones sociales— característicos de la financiarización representan un hito en el desarrollo del capitalismo. El catalizador de la crisis en 2007 fue la concesión de créditos hipotecarios especulativos a los trabajadores más pobres de EEUU durante los años dos mil para luego comerciar con ellos de forma «titulizada» en los mercados financieros mundiales. Es difícil exagerar al calificar este hecho de extraordinario. Bajo las condiciones del capitalismo clásico del siglo XIX, habría sido impensable que las deudas contraídas por los trabajadores, incluidos los más pobres, obstaculizaran el proceso de acumulación. Sin embargo, es precisamente esto lo que ha pasado bajo las condiciones del capitalismo financiarizado, un sistema económico y social mucho más sofisticado que su predecesor del siglo XIX.

La financiarización se ha desarrollado gradualmente en las últimas décadas; su trasfondo e implicaciones son el núcleo de este libro. Sin lugar a dudas, las economías capitalistas se reestructuran continuamente, bien por las presiones de la competencia, bien por los impulsos subyacentes encaminados a mantener la rentabilidad. Sin embargo, algunas transformaciones tienen una importancia histórica que las distingue, y la financiarización es una de ellas. El cambio que se ha dado en las economías y en las sociedades regidas por un capitalismo avanzado, desde finales de los años setenta, nos lleva a prestar especial atención a las finanzas. Las siguientes consideraciones sobre la financiarización pretenden sustentar esta teoría.

El contexto y los aspectos estructurales de la financiarización

El capitalismo maduro se ha caracterizado históricamente por provocar profundas transformaciones en la economía y la sociedad. Hacia finales del siglo XIX, por ejemplo, surgieron nuevos métodos de producción en la industria pesada en paralelo a la expansión de las sociedades por acciones de carácter monopolístico. El cambio coincidió con una larga depresión, de 1873 a 1896, y redirigió el poder productivo mundial desde Inglaterra hacia EEUU y Alemania. De forma parecida, al acabar la Segunda Guerra Mundial, el consumo de masas surgió en los países desarrollados sobre la base de los métodos de producción en masa. Se produjo así un largo auge, que duró hasta 1973-1974, durante el cual la presencia de las empresas multinacionales monopolísticas dominaba cada vez más la producción y las finanzas operaban bajo un sistema de controles domésticos e internacionales. Durante alrededor de tres décadas, EEUU fue la fuerza económica dominante en la producción y el comercio mundiales.

La transformación llevada a cabo por la financiarización está dentro del mismo orden de importancia. Desde los años setenta, se han producido profundos cambios en los métodos de producción derivados de las tecnologías de la información y las telecomunicaciones. Las empresas multinacionales han pasado a ser dominantes en la producción y el comercio mundiales. El centro de gravedad de la capacidad productiva mundial se ha movido, en parte, de las economías maduras de Occidente hacia Oriente, principalmente China. Mientras tanto, el marco institucional de la actividad capitalista ha sido alterado de modo que la desregulación se ha impuesto en mercados importantes, entre los que destacan el de trabajo y el financiero. A lo largo de este periodo, la acumulación en los países maduros no ha sido muy dinámica, la desigualdad se ha exacerbado y las crisis se han vuelto más graves y frecuentes.

No obstante, el rasgo más llamativo de este periodo ha sido la expansión de las finanzas, cuyo comienzo se sitúa en la práctica a finales de la década de 1970. El sector financiero había empezado a crecer progresivamente en los años cincuenta y sesenta, cuando todavía operaba bajo el marco regulatorio característico de la expansión de posguerra. Sin embargo, incluso a finales de los años setenta, la importancia nacional e internacional de las finanzas seguía siendo modesta. Las tres décadas siguientes han sido testigo de una expansión sin precedentes de las actividades financieras, de un rápido crecimiento de los beneficios financieros, de la influencia de las relaciones financieras sobre la economía y la sociedad y del predominio de los intereses del sector financiero en la política económica. A su vez, el sector productivo de los países maduros ha experimentado un crecimiento mediocre, las tasas de ganancia han permanecido por debajo de los niveles

de los años cincuenta y sesenta, el desempleo en general ha aumentado y se ha vuelto persistente, y los salarios reales no han mostrado ninguna tendencia a aumentar de forma sostenida. Así, se ha generado una asimetría entre la esfera productiva y una sobredimensionada esfera de la circulación.

La expansión de las finanzas se ha basado en la alteración radical del marco monetario de la acumulación capitalista, tanto a nivel nacional como internacional. Las condiciones monetarias internacionales se han visto marcadas por el colapso de los acuerdos de Bretton Woods en 1971-1973. Bretton Woods impuso la convertibilidad del dólar estadounidense en oro a 35 dólares la onza; fijando de este modo los tipos de cambio durante el largo periodo de auge. Su colapso llevó al nacimiento progresivo de acuerdos monetarios internacionales alternativos, basados en el funcionamiento del dólar como moneda inconvertible cuasi mundial. Estos nuevos acuerdos generaron una inestabilidad considerable de los tipos de cambio y de los tipos de interés y propiciaron así el crecimiento de los mercados financieros internacionales. El crecimiento de los flujos internacionales de capital durante este mismo periodo, surgido en parte como respuesta a la inestabilidad de los tipos de cambio y los tipos de interés, ha conducido a los países en vías de desarrollo hacia la financiarización. En cambio, la acumulación constante de poder por parte de los bancos centrales, como controladores del dinero crediticio respaldado por el Estado, ha marcado las condiciones monetarias internas. Los bancos centrales se han impuesto así como la principal institución pública de la financiarización; defensores por excelencia de los intereses del sector financiero.

Apenas resulta sorprendente la preeminencia que han ganado los bancos centrales, teniendo en cuenta que la financiarización habría sido imposible sin una intervención activa y continua del Estado. La financiarización ha dependido del Estado para regular el sistema financiero en cuanto a precios, cantidades, funciones y flujos transfronterizos de capital. Así mismo, la financiarización ha dependido del Estado para regular la adecuación del capital propio, la gestión del riesgo y las normas de la competencia entre las instituciones financieras. La dependencia ha sido incluso más decisiva en la medida en que la financiarización ha contado con la intervención periódica del Estado para asegurar la solvencia de los bancos, para proveerlos de una liquidez extraordinaria y para garantizar los depósitos del público.

No obstante, la expansión de las finanzas ha sido básicamente el resultado de cambios profundos dentro de la acumulación capitalista. Tres tendencias características de la acumulación en los países maduros han convertido a la financiarización en una fuerza de transformación estructural del capitalismo contemporáneo. En primer lugar, las empresas no financieras se han implicado cada vez más en procesos financieros en tanto actores independientes, emprendiendo a menudo transacciones en el

mercado financiero por cuenta propia. La financiarización de las empresas industriales y comerciales ha afectado a su rentabilidad, a su organización interna y a las perspectivas de inversión. Las empresas no financieras han pasado a estar relativamente más alejadas de los bancos y de otras instituciones financieras. En segundo lugar, los bancos se han centrado en las transacciones en los mercados financieros abiertos, con el objetivo de obtener beneficios a través del comercio financiero en vez de hacerlo a través de la actividad crediticia. Al mismo tiempo, los bancos han dirigido su atención hacia la renta de los individuos y de los hogares como fuente de ganancias, combinando a menudo el comercio en los mercados abiertos con el crédito a los hogares o la captación del ahorro de los hogares. En tercer lugar, los individuos y los hogares han confiado cada vez más en el sistema financiero formal para facilitar su acceso a bienes y servicios esenciales como la vivienda, la educación, la sanidad o el transporte. El ahorro de los hogares y de los individuos también se ha movilizado cada vez más a través del sistema financiero formal.

La transformación de la conducta de las empresas no financieras, de los bancos y de los hogares constituye la base de la financiarización. Examinar estas relaciones teórica y empíricamente para, así, establecer los fundamentos del capitalismo financiarizado es el principal reto de este libro. Los conceptos y métodos utilizados para tal propósito se derivan de la economía política marxista. A fin de sintetizar, se analiza la economía capitalista como un todo estructurado que comprende diferentes esferas de actividad —básicamente la producción, la circulación y la distribución—, de entre las cuales la producción es la más destacada. Tanto la producción como la circulación poseen su propia lógica interna aunque ambas están inextricablemente vinculadas. La producción crea valor, está motivada por la ganancia (plusvalía) que se deriva de la explotación del trabajo, y su objetivo es la acumulación de capital. La circulación *no* crea valor; genera ganancias pero éstas se derivan mayoritariamente —aunque no exclusivamente— de la redistribución de la plusvalía. Las finanzas son una parte de la circulación, pero también poseen mecanismos que permanecen al margen del comercio de mercancías y de sus correspondientes flujos monetarios. El objeto comercial de las finanzas es el capital dinerario prestable, la piedra angular del crédito capitalista. La producción, la circulación y la distribución dieron lugar a las relaciones de clase, articuladas alrededor de la propiedad de los medios de producción, pero a su vez determinadas por la apropiación de las ganancias.

La financiarización refleja una creciente asimetría entre la producción y la circulación —especialmente el componente financiero de esta— durante las tres últimas décadas. La asimetría ha crecido a medida que el comportamiento financiero de las empresas no financieras, de los bancos

y de los hogares ha ido cambiando y ha promovido una serie de fenómenos agregados de la financiarización. Un aspecto revelador de esta transformación ha sido el aumento de las ganancias derivadas de las transacciones financieras, que cuentan con nuevas formas de ganancia que incluso podrían no estar relacionadas con la plusvalía. Este proceso se resume en los siguientes capítulos con el término «expropiación financiera». La prosperidad de las ganancias financieras ha ido de la mano de la aparición de nuevos estratos sociales.

Los mercados financieros y los bancos

Puede parecer paradójico a primera vista el hecho de asociar la financiarización con el comportamiento de los bancos ya que la expansión de las finanzas ha tenido aspectos mucho más extravagantes. La financiarización, por ejemplo, parece estar más relacionada con la expansión mundial de los mercados financieros, con la proliferación y comercialización de instrumentos financieros y con la aparición de novedosas transacciones financieras vinculadas al mercado que con el comportamiento de los bancos. Si comparamos los bancos con la expansión y el rápido cambio de los mercados financieros, estos parecen pasados de moda e incluso demasiado moderados. Y aun así, tal y como se muestra a lo largo del libro, han sido un factor decisivo en la financiarización del capitalismo. Los bancos siguen siendo una piedra angular de las finanzas contemporáneas, algunos de los rasgos más destacables de la financiarización surgen de ellos. No es coincidencia que la crisis de la financiarización de principios de los años dos mil se centrara en los bancos y no en otro tipo de instituciones financieras.

Para determinar la importancia de los bancos en el desarrollo del proceso de financiarización deben considerarse algunos rasgos generales de los mercados de derivados, claramente los mercados financieros más prominentes de los últimos años[1]. En pocas palabras, un derivado es un contrato

[1] Se discutirá sobre los derivados en los siguientes capítulos pero principalmente en el contexto de la crisis de los años 2000, y no por ellos mismos. Hay poco trabajo teórico y empírico sobre los derivados financieros en la tradición de la economía política, como el de Edward LiPuma y Benjamin Lee, «Financial Derivatives and the Rise of Circulation», *Economy and Society,* vol. 3, núm. 34, 2005; Dick Bryan y Michael Rafferty, *Capitalism with Derivatives*, Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2006; Duncan Wigan, «Financialisation and Derivatives: Constructing an Artifice of Indifference», *Competition and Change,* vol. 2, núm. 13, 2009. Se discutirá parte de este trabajo en los siguientes capítulos del libro. El trabajo de Jan Toporowski en la tradición postkeynesiana y kaleckiana ha analizado los derivados financieros como un elemento integral de la inflación financiera del periodo (*The End of Finance*, Londres, Routledge, 2000). Entre los sociólogos económicos, D. MacKenzie ha arrojado algo de luz en la gestión de riesgos, la teoría de la valoración y los derivados como instrumentos impulsores del intercambio (*An Engine, Not a Camera*, Cambridge (MA), MIT, 2006; véase también D. MacKenzie y Yuval Millo, «Constructing a Market, Performing Theory», *American Journal of Sociology,* vol. 1, núm. 109, 2003).

que establece el derecho a un pago sobre un activo subyacente —o sobre el valor de caja de ese activo— que debe ejecutarse en un momento futuro determinado. El activo subyacente puede ser una mercancía, como el trigo; otro activo financiero, como un bono o un precio financiero —por ejemplo, el valor de una divisa; o incluso una entidad no económica, como el tiempo atmosférico. Las unidades del activo subyacente establecidas en el contrato, multiplicadas por el precio al contado, es lo que define el valor nocional del derivado. Históricamente, los derivados han estado asociados con la producción agraria: un contrato a plazo o un contrato de futuros especificaría la cantidad y el precio de un producto agrícola que se entregaría en un momento determinado del futuro. Un contrato a plazo sería un acuerdo privado entre dos partes para comerciar con un producto específico a un cierto precio y en un momento determinado —por ejemplo, el trigo producido por una de los dos partes contratantes; un contrato de futuros también sería un acuerdo privado entre dos partes, pero la mercancía comercializada sería genérica —por ejemplo, cualquier grano de un cierto tipo y calidad.

Los agricultores capitalistas podrían usar los derivados como cobertura para las fluctuaciones imprevistas en el precio de los productos. Además de instrumentos para la cobertura, los derivados también podrían servir para especular con una futura fluctuación de los precios o para arbitrar entre los distintos mercados poniendo en evidencia las divergencias injustificadas en los precios del activo. Así pues, la forma estándar de introducir los derivados financieros en los libros de texto es presentarlos como instrumentos que contribuyen a la cobertura, la especulación o el arbitraje en el comercio[2]. Los mercados de derivados son normalmente percibidos como entidades que surgen espontáneamente para complementar los servicios ofrecidos por los mercados de los activos subyacentes y, de este modo, mejorar la eficiencia de la economía capitalista.

Pero incluso en esta sencilla definición de los derivados es necesario hacer una distinción importante: debemos diferenciar entre un contrato que cumple las condiciones específicas de las dos partes (un contrato a plazo) y otro más genérico que puede ser comercializado más fácilmente en los mercados abiertos (un contrato de futuros). El primero es similar a un derivado de un mercado extrabursátil, y el segundo al de un mercado bursátil. Ambos representan dos formas diferentes de abordar el proceso comercial: el contrato a plazo depende de las decisiones específicas de las partes negociadoras y el contrato de futuros depende de la «bolsa», una institución impersonal que hace de «tercera» parte implicada en la negociación, organizando el intercambio. La «bolsa» estandariza los contratos a

[2] Shelagh Heffernan, *Modern Banking in Theory and Practice*, Nueva York, Wiley, 1996.

futuros, acerca a compradores y vendedores mediante la compensación de las compras con las ventas de ambas partes y exige un «margen» diario al contado como protección ante el caso de incumplimiento de las obligaciones contractuales al vencimiento.

El desarrollo más importante en la evolución del comercio de derivados en los últimos años es la posibilidad de liquidar al contado el contrato establecido que así libera a las partes implicadas de la necesidad de entregar el activo subyacente[3]. En este sentido, los derivados se han convertido esencialmente en una apuesta sobre la dirección futura del precio del activo subyacente que luego será liquidado al contado. Como consecuencia, el comercio de derivados ha pasado a incluir activos subyacentes que no pueden ser intercambiados, como el índice de una bolsa. De hecho, el derivado ha pasado a ser lo que podría llamarse un contrato por diferencias: un acuerdo entre comprador y vendedor para intercambiar la diferencia entre el valor actual de una acción, una divisa, un producto básico o un índice, y su valor al vencimiento del contrato. Si la diferencia es positiva, el vendedor paga al comprador; y si es negativa, el comprador es el que pierde dinero. La ganancia, en este contexto, depende de la diferencia entre un parámetro financiero fijo y su valor incierto en el futuro[4].

Gracias a la liquidación al contado, el crecimiento de los mercados de derivados en los años de la financiarización ha sido imponente: han pasado de ser prácticamente irrelevantes en los años ochenta, a alcanzar en 2011 una suma nominal de alrededor de 700 billones de dólares estadounidenses en el mercado extrabursátil, si bien probablemente también sumaban una cuantía similar en el mercado bursátil[5]. Aun así, en el núcleo de estos mercados de derivados enormemente ampliados se encuentran unos cuantos bancos internacionales que han sido también una de las fuerzas impulsoras de la financiarización. Los bancos son el pilar de los mercados de derivados por su papel como creadores de estos mercados, en tanto son agentes dispuestos a comprar y vender en todo momento; y por su papel como organizadores de la estructura básica de los mercados de derivados, tal y como se muestra en la siguiente sección[6].

---

[3] D. MacKenzie, *An Engine, Not a Camera, op. cit.*

[4] Jan Toporowski, *The End of Finance*: *The Theory of Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*, Londres, Routledge, 2000, p. 96.

[5] Bank for International Settlements (BIS), «Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010 – Final Results», diciembre de 2010; y BIS, «Semiannual OTC Derivatives Statistics at End-June 2011», 2011.

[6] Este punto fundamental es desarrollado con ejemplar agudeza por Duncan Lindo, «Political Economy of Financial Derivatives: The Role and Evolution of Banking» [tesis doctoral no publicada], School of Oriental and African Studies, University of London, 2013.

La expansión de los mercados de derivados y la presencia dominante de los bancos

A finales del año 2010, tanto los mercados de derivados bursátiles como los de derivados extrabursátiles habían crecido enormemente, tal y como se muestra en la tabla 1.

Tabla 1.1. Mercados de derivados y producto mundial, billones de dólares estadounidenses, finales de 2010

Indicador	Dólares EEUU	Stock / Flujo
PIB mundial	63 billones/año	Flujo
Capitalización del mercado de valores mundial	55 billones	Stock
Importe nominal pendiente de derivados extrabursátiles	601 billones	Stock
Rotación de derivados extrabursátiles de TI y de DE	4,5 billones/día	Flujo
Rotación de derivados bursátiles	8,1 billones/día	Flujo
Circulación de derivados bursátiles	83 billones	Stock

Los indicadores del tamaño de los mercados de derivados son difíciles de construir e incluso difíciles de comparar con otras magnitudes[7]. La tabla 1 mide el tamaño de los mercados de derivados en términos de los importes nominales pendientes, tanto para los derivados extrabursátiles como para los bursátiles, y estos primeros son mucho mayores, principalmente porque la «bolsa» suele hacer la compensación de la compraventa, mientras que esto no sucede en los mercados extrabursátiles. La tabla muestra también la rotación, que es otro indicador más del tamaño y la importancia de estos mercados. La rotación en los mercados extrabursátiles se muestra sólo en términos de los derivados de los tipos de interés (TI) y de los derivados de las divisas extranjeras (DE) debido a la disponibilidad de datos. Para poder comparar, en la tabla se muestra también el PIB mundial y la capitalización del mercado bursátil mundial.

Es evidente que las cifras del valor nominal y de la rotación en los mercados de derivados empequeñecen al resto, incluso teniendo en cuenta que algunos de los índices son de *stocks* y no de flujos y que, por tanto, no pueden compararse directamente. La magnitud excepcional de los mercados de derivados es el resultado de su asombroso crecimiento durante las últimas décadas. La tasa de crecimiento del mercado extrabursátil, en

[7] Ibídem, para una discusión sobre las cifras, la naturaleza de los datos y los problemas que conlleva.

particular, es sorprendente: desde finales de los años ochenta hasta el final de los años dos mil, el valor nocional en circulación parece haberse duplicado cada dos o tres años durante la mayor parte del periodo.

Cabe considerar ahora el papel de los bancos en estos enormes mercados. La importancia de los bancos es más evidente en el mercado extrabursátil, puesto que obviamente carece de la función organizadora que desempeña la «bolsa» en el mercado bursátil. Los bancos funcionan como creadores de mercados, es decir, como agentes que están listos para comprar y vender en el mercado extrabursátil. Son unos intermediarios esenciales para el funcionamiento del mercado. También proporcionan la infraestructura de mercado necesaria a través de instituciones vitales como la *International Swaps and Derivatives Association* (Asociación Internacional de Swaps y Derivados). La tabla 2 clasifica las transacciones extrabursátiles en función de las partes implicadas: según sean operadores bancarios, otras instituciones financieras o clientes no financieros[8].

Tabla 1.2. Saldo nominal pendiente de los derivados financieros extrabursátiles según las partes implicadas, billones de dólares estadounidenses, junio de 2011

Partes implicadas	Intermediarios (Reporting dealer)	Otras instituciones financieras	Clientes no financieros
Intermediarios [reporting dealer]	206 billones 29%	401 billones 57%	51 billones 7%
Otras instituciones financieras		Se asume como insignificantes	Se asume como insignificantes
Clientes no financieros			Se asume como insignificantes

Fuente: Adaptado de Lindo (2013); BIS (2011). Aproximadamente 50 billones de dólares no están incluidos, o bien porque se refieren a derivados de productos básicos, o bien porque representan ajustes en las estadísticas del BIS.

En la práctica, los derivados extrabursátiles funcionan como instrumentos bancarios. Casi un tercio del comercio de derivados extrabursátiles realizado en 2011 tuvo lugar en forma de transacciones entre *dealers*, mientras que todas las transacciones contaban al menos con un operador bancario como parte implicada. Estamos hablando de setenta importantes operadores bancarios que comercian en una veintena de países con miles de usuarios finales; de hecho, la concentración podía incluso ser mayor, con

[8] Ibídem, para una mayor discusión de la metodología y los datos.

solo unos quince o veinte *dealers* que controlan la mayoría del comercio extrabursátil mundial[9]. Estos *dealers* eran grandes bancos internacionales, fundamentales para la financiarización, que estaban entre los inversores más importantes de los mercados bursátiles, aunque es difícil obtener datos al respecto. Sin embargo, no cabe duda de que los grandes operadores bancarios estaban involucrados en la gestión de las «bolsas» a través, por ejemplo, de la determinación de los procesos de gestión de riesgo y de los niveles de «margen».

Dada la presencia dominante de los bancos en los mercados de derivados, poco puede sorprender que estos alentaran la expansión del comercio de derivados con tal de incluir los activos subyacentes con los que estaban más familiarizados: los títulos financieros. La tabla 2 muestra que en menos del 10 % de las transacciones extrabursátiles estaban implicadas las empresas no financieras: la mayoría de las transacciones tuvieron lugar entre instituciones financieras; se trataba, por tanto, básicamente de derivados financieros. De hecho, los derivados de tipos de interés y de tipo de cambio dominan el crecimiento de los mercados de derivados. Desde principios de los años dos mil, el mayor crecimiento se ha dado en los CDS, *Credit Default Swaps* (*swaps* de incumplimiento crediticio), de los que se habla brevemente en la Parte III de este libro[10].

El precio de los derivados financieros depende, entre otros factores, de los tipos de interés, siendo el LIBOR, London Interbank Offered Rate (el tipo del mercado interbancario de Londres), el más usado en los derivados financieros. El LIBOR viene determinado por un comité del que forman parte algunos de los bancos que dominan el mercado de derivados. Se calcula usando la media simple de los tipos de interés (excluyendo los valores atípicos) presentados diariamente por los bancos del comité del LIBOR. Estos son los tipos a los que los bancos del LIBOR consideran que pueden pedirse prestado entre sí, aunque ningún banco del LIBOR tenga la

[9] Ibídem.

[10] El término «financiarización» ha sido utilizado cada vez más en relación con los mercados de materias primas, incluyendo los productos básicos agrícolas (por ejemplo, Annastiina Silvennoinen y Susan Thorp, «Financialization, Crisis and Commodity Correlation Dynamics», Research Paper, núm. 267, Quantitative Finance Research Centre, University of Technology Sydney, 2010). El significado de la financiarización es un poco vago en este contexto pero parece referirse al extraordinario peso de las instituciones financieras en el uso de estrategias con derivados en los mercados de productos básicos. Implícitamente, las distorsiones de precios han surgido cuando los precios de los futuros de productos básicos empezaron a estar cada vez más correlacionados con los índices del mercado de capital y otros precios de activos financieros (Ke Tang y Wei Xiong, «Index Investment and Financialization of Commodities», Princeton University, marzo de 2011; David Biccheti y Nicolas Maystre, «The Synchronized and Long-Lasting Structural Change on Commodity Markets», MPRA, núm. 37486, UNCTAD, 2012). En los mercados «financiarizados» de productos básicos, estos tienden a reflejar las actividades a fin de generar beneficios para las instituciones financieras y otros actores en los mercados de derivados, más que como factores «reales» subyacentes.

obligación de hacerlo a ese tipo concreto. El LIBOR actúa como un tipo de interés que determina el valor de los derivados, pero no lo es en el sentido habitual, ya que no hace falta que se produzca ninguna transacción a los tipos declarados por los bancos del comité.

En resumen, los bancos que dominan el comercio de derivados son también los que establecen el tipo de interés al que los derivados se negocian y se valoran, aunque estos no estén obligados a comerciar a dicho tipo. No es de extrañar, pues, que uno de los escándalos más atroces de la financiarización sea la manipulación del LIBOR por parte de grandes operadores bancarios, un asunto que lleva bajo investigación policial desde 2010. El problema no viene sólo por unas cuantas «manzanas podridas» dentro del comité del LIBOR, que conspiraban criminalmente entre sí y con los brokers a fin de influir en el LIBOR. Antes bien, una estructura profundamente defectuosa ha permitido a los operadores bancarios dominar los mercados de derivados mediante la manipulación efectiva de los términos comerciales.

Los bancos están en el corazón de los mercados de derivados, lo cual ha sido una de las características más prominentes de la financiarización. Los mercados de derivados dependen de los bancos, particularmente de sus habilidades para la formación de precios y de sus capacidades organizativas. De hecho, los bancos son tan dominantes en los mercados de derivados que incluso son capaces de manipular el tipo de referencia para la formación de los precios de los derivados. El enorme crecimiento de los mercados de derivados refleja en parte el giro de los bancos hacia el comercio en los mercados financieros abiertos, lo cual es una de las tendencias fundamentales de la financiarización. En definitiva, en las raíces de la financiarización se encuentran los grandes bancos de las economías maduras, y de otras menos avanzadas. El análisis teórico y empírico de la financiarización que se lleva a cabo a lo largo de este libro se centra pues, tanto en los bancos, como en las empresas no financieras y los hogares.

Organización del análisis

En la Primera Parte de este libro se exponen los grandes rasgos de la financiarización y se elabora un marco teórico apropiado para su análisis, a partir de la economía política marxista. Concretamente, en el capítulo 1 se expone el problema. En el capítulo 2, se revisa la literatura de la financiarización; desde Paul Sweezy, Harry Magdoff y la corriente de la *Monthly Review* hasta otras aproximaciones marxistas como la de Giovanni Arrighi y la Escuela Francesa de la Regulación. La revisión de la bibliografía cubre también los enfoques de la escuela postkeynesiana, de la sociología y de

las ciencias políticas sobre la financiarización. El objetivo de la revisión es dotar de fundamentos a una aproximación teórica a la financiarización, enunciada en el capítulo 2, centrada en las tendencias básicas que se han mencionado previamente, es decir, la implicación de las empresas no financieras en las transacciones financieras, el giro de los bancos hacia el comercio en los mercados abiertos y los hogares, y el papel creciente de los hogares en las operaciones de los mercados financieros formales.

El capítulo 3 considera los antecedentes históricos de la financiarización mediante la discusión del primer gran periodo de expansión financiera en el capitalismo maduro, que tuvo lugar entre finales del siglo XIX y principios del XX. Para ser precisos, el capítulo 3 examina la literatura marxista clásica sobre el capital financiero y el imperialismo que surgió a comienzos del siglo XX. Tomando como base el trabajo de Rudolf Hilferding, se argumenta que las premisas y la metodología de la teoría marxista clásica son útiles para el análisis de la financiarización contemporánea. Algunos de los conceptos utilizados en los antiguos debates marxistas, incluido el del capital financiero, no son directamente aplicables a las condiciones actuales, pero la aproximación analítica del marxismo clásico sigue teniendo una importancia decisiva.

Sobre esta base, la Segunda Parte desarrolla el análisis del capitalismo financiarizado tanto teórica como empíricamente. El capítulo 4 discute los fundamentos monetarios de la financiarización de modo que, en línea con el rasgo distintivo de la economía política marxista, se trata la teoría monetaria como base de la teoría del crédito y de las finanzas. Se pone especial atención en la evolución de la forma del dinero en el transcurso de la financiarización, incluida la aparición del dinero electrónico. La forma contemporánea dominante del dinero es el dinero crediticio, una forma de este es el dinero fiduciario emitido por el Estado. Esta forma de dinero es la base de la expansión de los bancos centrales en el capitalismo financiarizado. El capítulo 4 también presta mucha atención a la forma peculiar que ha tomado el dinero mundial bajo las condiciones del capitalismo financiarizado, que está representado, sobre todo, por el dólar estadounidense.

El capítulo 5 considera las finanzas capitalistas a partir de los principios básicos, examinando la relación entre prestamista y prestatario, el concepto de capital prestable, el carácter del capital bancario y la estructura y el papel del sistema financiero en la acumulación capitalista. La aproximación a las finanzas que se adopta en este libro se basa en tres corrientes del pensamiento económico: el marxismo clásico, la economía política anglosajona contemporánea y el marxismo japonés.

El capítulo 6 aborda el problema de la ganancia financiera. Esta forma de ganancia ha crecido mucho en los años de la financiarización, pero

no ha sido explícitamente analizada por la economía política en general, ni siquiera por la marxista. Sobre la base de la noción de Hilferding de «ganancia del fundador», el capítulo muestra que la ganancia financiera se deriva principalmente de la plusvalía, pero que también puede originarse en cualquier flujo o *stock* asociado con las finanzas. En este sentido, la ganancia financiera podría surgir de la expropiación financiera relacionada no sólo con los hogares sino también con los propietarios del capital prestable en general. En términos más generales, se argumenta que la ganancia financiera refleja la antigua dimensión predatoria de las finanzas, la cual lejos de desaparecer, se ha fortalecido en el capitalismo financiarizado.

La Tercera Parte se dedica, finalmente, al análisis histórico y empírico de la financiarización, sobre todo, a su aparición, a sus rasgos característicos, a su tendencia a las crisis y a su dependencia de la intervención del Estado. El capítulo 7 muestra el recorrido histórico de la financiarización, con una revisión de la bibliografía y con la evidencia empírica de la transformación de las economías capitalistas desde los años setenta. El foco se centra exclusivamente en las economías nacionales de EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido, un grupo de países que también permite extraer conclusiones sobre la distinción tradicional entre los sistemas financieros basados en el mercado y los basados en la banca. Se presta particular atención a la productividad, la rentabilidad y la desigualdad, así como al apoyo que han prestado los Estados a la financiarización, sobre todo a través de los bancos centrales.

El capítulo 8 examina más detalladamente la financiarización del capital productivo y de los ingresos de los hogares a la luz de las transformaciones de los bancos. Se utiliza la evidencia empírica para demostrar los cambios en las relaciones entre el capital industrial y comercial, los bancos y los hogares en el capitalismo financiarizado. Se demuestra, además, que las fuentes de rentabilidad han cambiado en la medida en que se han desplazado hacia la esfera de la circulación y ha aumentado la preeminencia de las ganancias financieras. Las finanzas han sido capaces de extraer ganancias directa y sistemáticamente de los salarios, y han dado forma así a la expropiación financiera. Finalmente, la expansión de la financiarización hacia los países en vías de desarrollo se considera también brevemente en el contexto de los flujos internacionales de capital y la entrada de los bancos extranjeros en estos países. El resultado ha sido una forma distinta de financiarización en los países en vías de desarrollo, una financiarización subordinada a la de los países maduros.

Sobre esta base, el capítulo 9 considera la tendencia a las crisis que ha marcado la financiarización. Muestra cómo se formó una burbuja financiera entre 2001 y 2007, con un impacto muy limitado en la acumulación real, y que estuvo caracterizada por el creciente endeudamiento personal

y por la extracción de ganancias por parte de los bancos de inversión. Además, la crisis que estalló en 2007 representa un fallo sistémico de la banca privada en términos de liquidez, solvencia, recopilación de información y gestión de riesgos. Potencialmente el giro más serio de la crisis ha sido, no obstante, la amenaza que ha supuesto para la Unión Monetaria Europea poner bajo presión a las finanzas públicas. La financiarización en Europa ha conllevado la introducción del euro como competidor del dólar por el papel de moneda mundial. El resultado ha sido la aparición de una división entre el centro y la periferia de la eurozona, siendo esta última la que se ha llevado la peor parte de la crisis. Si los Estados periféricos quebraran y salieran de la eurozona, la unión monetaria recibiría un duro golpe con implicaciones severas para la financiarización en todo el mundo.

Finalmente, el capítulo 10 considera la regulación de las finanzas y el papel de la intervención estatal en el transcurso de la financiarización. Las finanzas fueron reguladas sistemáticamente en los años cincuenta, sesenta y gran parte de los setenta en términos de precios, cantidades y funciones de las instituciones financieras, pero estas regulaciones fueron eliminadas en los años posteriores. Se ha llevado a cabo una (re)regulación exhaustiva de las finanzas en las décadas de la financiarización, pero solo de las instituciones financieras y no del conjunto del sistema financiero. Esta regulación se ha centrado en el lado del pasivo de los balances, concretamente en el capital propio de los bancos, tal y como está tipificado en los Acuerdos de Basilea. Este tipo de regulación ha fracasado de forma manifiesta como protección para los bancos y como medida de prevención de la inestabilidad. Aun así, la intervención del Estado como proveedor de liquidez, de garantías de depósitos y de garantías implícitas de solvencia para las instituciones financieras, evitó un colapso generalizado de las finanzas a finales de los años dos mil. La crisis y el fracaso de la regulación existente ha hecho volver a plantear la cuestión de introducir de nuevo la regulación sistémica de las finanzas, así como de restablecer los bancos públicos como base de las finanzas contemporáneas. Con transparencia y una contabilidad democrática, la intervención pública en el terreno de las finanzas podría empezar a cambiar el sentido de la corriente en contra de la financiarización.

II
ANÁLISIS DE LA FINANCIARIZACIÓN: BIBLIOGRAFÍA Y TEORÍA

El término «financiarización» se ha utilizado extensamente desde finales de los años noventa en la economía política, la geografía, la ciencia política e incluso cada vez más en el debate popular. Su preeminencia refleja evidentemente la expansión de las finanzas durante más de tres décadas. No obstante, no hay todavía una noción universal aceptada de la financiarización dentro de las ciencias sociales; y aun cuando puede que el término se utilice cada vez más, su significado sigue siendo impreciso.

En este sentido, la financiarización es una reminiscencia de la «globalización», otro término cuya vida empezó modestamente en los años noventa pero que ha tenido una carrera meteórica tanto en el discurso académico como en el popular. Por lo general, la globalización hace referencia al crecimiento del mercado mundial, la expansión de los mercados financieros internacionales, la creciente interpenetración de las economías a través de inversión extranjera directa, el crecimiento de los flujos mundiales de crédito y un conjunto de fenómenos relacionados con el mercado mundial en las últimas tres décadas. Sin embargo, el trasfondo de la globalización nunca se ha definido de forma precisa y esto aun cuando el término ha sido extensamente empleado en ámbitos de la teoría política, las relaciones internacionales y la teoría cultural[1].

[1] La literatura sobre la globalización es amplia y se solapa de manera natural con los debates sobre el imperialismo, véase la nota 1 del capítulo 3. Algunos de los argumentos de la corriente dominante se pueden encontrar en Kenichi Ohmae (*The Borderless World*, 1990), e incluyen la noción de una economía mundial interrelacionada que está convirtiendo a los Estados nación en irrelevantes. Al mismo tiempo, David Harvey en su libro *The Condition of Postmodernity* (1989), argumentó, desde una perspectiva marxista, que había surgido un capitalismo posmoderno y fragmentado, basado en la «compresión del espacio-tiempo» de acuerdo con los dictados del capital mundial. Anthony Giddens en *The Consequences of Modernity* (1991), también propuso una formulación, muy influyente después, que transmitía una idea algo rudimentaria según la cual la globalización vincula localizaciones distantes y hace que los acontecimientos locales dependan de los que ocurren lejos. Manuel Castells en *The Rise of the Network Society* (1996), *The Power of Identity* (1997), *End of Millennium* (1998) y *The Internet Galaxy* (2001), por otro lado, enfatizó la importancia de las nuevas tecnologías para la globalización, y destacó el papel de las relaciones en red en la creación de nuevos vínculos sociales que pueden oponerse también a la globalización. Cabe señalar, por último, que Paul Hirst y Grahame Thompson en *Globalization in Question* (1999), han discutido directamente la noción de que la globalización representa cualitativamente una nueva fase del desarrollo para los países capitalistas maduros y han criticado la corriente dominante por ignorar el poder y la desigualdad al hablar de economía mundial.

La discusión sobre la financiarización que se realiza en el resto de este capítulo es más comprensible si desde el principio establecemos tres ideas generales en cuanto a su relación con la globalización. En primer lugar, el concepto de globalización ha surgido fuera del amplio terreno de la economía política marxista y de hecho al principio fue visto con mucho escepticismo por parte de los teóricos marxistas[2]. La financiarización tiene, sin embargo, orígenes marxistas y esto ha dejado marcas que son evidentes incluso cuando el término ha sido empleado por tradiciones intelectuales diferentes, como se demuestra más adelante.

En segundo lugar, a pesar de su enorme popularidad, la globalización nunca ha alcanzado más que una aceptabilidad limitada dentro de la corriente económica dominante. De forma similar, hasta ahora la financiarización ha hecho avances insignificantes en la corriente económica dominante. Esto quizás no sorprenda a la luz del paradigma dominante de la economía neoclásica, extremadamente conservador en cuanto a aproximación, perspectivas y métodos. Tanto la globalización como la financiarización son conceptos sistémicos por naturaleza, que no admiten fácilmente una formalización técnica dentro del marco de la elección individual racional, el método preferido de la economía neoclásica.

En tercer lugar, pero no menos importante, algunos de los rasgos básicos de la globalización se relacionan tanto con las finanzas como con la mundialización de los flujos de crédito, la participación de las

---

[2] Ben Fine sostiene este argumento en una revisión de la gran variedad de usos y significados de la palabra «globalización» en el momento de mayor influencia de este término («Examining the Ideas of Globalisation and Development Critically», *New Political Economy,* núm. 9:2, 2004). La idea de Fine contrasta con el rechazo crítico de la globalización hecho a mediados de los años noventa por David Harvey, quien unos pocos años más tarde reconocía que el término había pasado a ser hegemónico (Harvey, *Justice, Nature and the Geography of Difference*, Blackwell, 1996; Harvey, *Spaces of Hope*, Edinburgh University Press, 2000). En los años 2000, la globalización pasó a ser una moneda común entre los teóricos marxistas sin emplearse necesariamente de forma más precisa. Sin embargo, algunos escritores de la tradición radical y marxista han sido críticos tanto con la noción como con el fenómeno de la globalización. Werner Bonefeld y John Holloway han destacado la importancia de las clases sociales y la explotación para explicar la globalización (*Global Capital, National State and the Politics of Money*, Londres, Macmillan, 1995). Otros han insistido en que el Estado nación sigue siendo vital para el capitalismo y que de hecho ha dado forma a la globalización; y Eric Heleiner relacionó, de este modo, tanto la globalización como la expansión de las finanzas al papel del Estado (*Helleiner, States and the Re-emergence of Global Finance*, Cornell University Press, 1994). Linda Weiss argumentó que el Estado nación se ha transformado en el campo social y económico para adaptarse a la agenda conservadora de la globalización («Globalization and the Myth of the Powerless State», *New Left Review,* núm. 225, 1997); Louis Pauly se centró en cómo la legitimidad se escabullía del Estado hacia otros actores económicos, mientras que la globalización y la expansión de las finanzas se afianzaban («Capital Mobility, State Autonomy and Political Legitimacy», *Journal of International Affairs,* núm. 48:2, 1995; *Who Elected the Bankers? Surveillance and Control in the World Economy*, Cornell University Press, 1997); Cox también destacó la pérdida de democracia frente a la globalización («Globalization, Multilateralism, and Democracy», en *Approaches to World Order*, ed. Richard Cox y Timothy Sinclair, Cambridge University Press, 1996; «Democracy in Hard Times» en *The Transformation of Democracy?*, ed. Anthony McGrew, Blackwell, 1997).

instituciones financieras en las operaciones mundiales y el alcance mundial de los mercados de capitales. En el núcleo del periodo de la globalización se encuentra la expansión de las finanzas, es decir, exactamente el fenómeno que la financiarización pretende plasmar. Curiosamente, la financiarización admite una definición mucho más precisa que la globalización, tal y como se muestra a lo largo de este libro. El profundo carácter de la transformación del capitalismo durante las tres últimas décadas, e incluso algunas más, se entiende más fácilmente si nos centramos en la financiarización en lugar de en la globalización.

Finalmente, cabe remarcar que también hay una parte positiva en la falta de un consenso generalizado en la literatura sobre el trasfondo teórico de la financiarización. De hecho, en la exploración de las diferencias entre algunas aproximaciones a la financiarización, se pueden esclarecer múltiples aspectos de la expansión de las finanzas, así como también de su evolución en las últimas décadas. Partiendo de la revisión de la bibliografía a lo largo de este capítulo, se establecen los fundamentos de una teoría de la financiarización desde el punto de vista de la economía política.

Así pues, la siguiente sección analiza las distintas aproximaciones a la financiarización y a la expansión general de las finanzas y sobre esta base se establece, en los siguientes epígrafes, una visión teórica de la financiarización fundada en la economía política marxista. Por concretar, y como ya mencionamos en el capítulo 1, la financiarización es una transformación sistémica de las economías capitalistas avanzadas que se articula en torno a los cambios de conducta subyacentes a las empresas no financieras, los bancos y los hogares. En primer lugar, las empresas no financieras se han implicado en las finanzas, incluso a menudo han emprendido transacciones financieras de manera independiente. La financiarización representa un distanciamiento mayor entre las empresas no financieras y los bancos, lo que conlleva una disminución de la dependencia mutua. En segundo lugar, los bancos han enfocado sus actividades hacia el comercio en los mercados financieros abiertos y con los hogares. En tercer lugar, los individuos y los hogares se han implicado en el mundo de las finanzas, tanto mediante el recurso al endeudamiento (como por ejemplo con créditos a la vivienda o al consumo en general), como mediante la posesión de activos (como por ejemplo ocurre con los fondos de pensiones o los seguros). En los capítulos 7 y 8, este argumento teórico se considera con mayor detalle y se somete a la evidencia empírica.

La financiarización en la economía política marxista

Ya sea implícita o explícitamente, el concepto de financiarización está estrechamente asociado a la economía política marxista, como se ve echando un simple y superficial vistazo a la bibliografía. En primer lugar, alude a un cambio de época del capitalismo, lo que tradicionalmente ha estimulado el análisis marxista. En segundo lugar, sugiere una transformación sistémica, o agregada, de la economía y de la sociedad, lo que, de igual modo, ha atraído también el interés de los marxistas. En tercer lugar —y aquí las cosas se vuelven un poco más complejas— desata una oleada de reproches en tanto sugiere implícitamente una relación problemática entre las finanzas y el resto de la economía. Esto es, de nuevo, consistente con las preferencias teóricas del marxismo; no obstante es necesario ser muy cautelosos y no tratar a las finanzas como un conjunto de actividades parasitarias o especulativas, algo que les asignaría un carácter puramente patológico que podría resultar engañoso.

La *Monthly Review* y la absorción del excedente

La estrecha asociación de la financiarización con el marxismo se remonta, como mínimo, a las ideas avanzadas por la corriente de la *Monthly Review*[3]. Para estos autores marxistas, la financiarización es una tendencia característica del capitalismo maduro que se deriva, en última instancia, de la producción de un «excedente» que no se puede absorber con facilidad. Paul Baran y Paul Sweezy en *El capital monopolista*, pieza teórica angular de esta corriente, argumentaron que cuando el capitalismo madura pasa a estar dominado por los monopolios[4]. Bajo las condiciones del capitalismo monopolista, la explotación del trabajo genera un excedente de valor que

---

[3] La discusión sobre la aproximación a la financiarización de la *Monthly Review* en este apartado se basa en el análisis teórico de Harry Magdoff y Paul M. Sweezy, *Stagnation and the Financial Explosion*, Nueva York, Monthly Review Press, 1987; John Bellamy Foster, «The Financialization of Capitalism», *Monthly Review,* núm. 58:11, 2007; J. B. Foster, «The Financialization of Accumulation», *Monthly Review* 62:5, 2010; J. B. Foster y Robert W. McChesney, «Monopoly-Finance Capital and the Paradox of Accumulation», *Monthly Review,* núm. 61:5, 2009. Para un análisis relacionado con la crisis de 2007, véase J. B. Foster, «The Financialization of Capital and the Crisis», *Monthly Review,* núm. 59:11, 2008; y J. B. Foster y Fred Magdoff, *The Great Financial Crisis: Causes and Consequences*, Nueva York, Monthly Review Press, 2009. Para una breve presentación del propio pensamiento de Sweezy, véase P. M. Sweezy, «The Triumph of Financial Capital», *Monthly Review,* núm. 46:2, 1994; P. M. Sweezy, «More (or Less) on Globalization», *Monthly Review,* núm. 49:4, 1997. La importancia de la temprana contribución de la *Monthly Review* al desarrollo de aproximaciones radicales a la financiarización se puede medir tambien con la breve pieza de Robert Pollin sobre el legado de Sweezy («The Resurrection of the Rentier», *New Left Review*, núm. 46, 2007).

[4] Paul A. Baran y P. M. Sweezy, *Monopoly Capital*, Nueva York, Monthly Review Press, 1966 [ed. cast.: *El capital monopolista. Ensayo sobre el orden social y económico de EEUU*, México DF, Siglo XXI, 1988].

se expande continuamente. De este modo, se genera un problema insoluble, en tanto el excedente no puede ser fácilmente reabsorbido a través del consumo o la inversión del sector productivo, ni a través de actividades de despilfarro asociadas con las ventas, ni siquiera a través de gasto público, como el gasto armamentístico.

El problema de la «absorción del excedente» está claramente relacionado con la teoría marxista estándar de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia como resultado de la creciente productividad y del progreso tecnológico, pero hay también importantes diferencias. La tendencia decreciente de la tasa de ganancia, tal y como fue propuesta por Marx, contiene aspectos seculares y cíclicos. Del mismo modo, según Marx, hay tendencias («compensatorias») que aumentan la tasa de ganancia y que operan de forma tan necesaria y automática como las que la disminuyen[5]. La economía capitalista está por tanto atrapada en la oscilación incesante de un péndulo que se mueve entre la alta y la baja rentabilidad por razones que se derivan de la naturaleza intrínseca de la producción, la circulación y la distribución.

Por el contrario, la absorción del excedente es como una marea que sube pero que raramente baja: la condición normal de la economía capitalista monopolista es estar abrumada por el excedente[6]. Se deduce, pues, que deben aparecer nuevos métodos para absorber el excedente, ya sea en la producción o en el consumo, porque de otro modo se produciría un estancamiento del sector productivo. Por esta razón, el capitalismo monopolista está caracterizado por el consumo improductivo para absorber el excedente, como la publicidad, el gasto militar e incluso el puro despilfarro[7]. Este argumento tiene afinidades evidentes con el análisis keynesiano de la insuficiencia de la demanda agregada, como han reconocido abiertamente Baran y Sweezy[8].

Desde la perspectiva de la *Monthly Review*, la teoría de la absorción del excedente ofrece una explicación completa de los eventos de mediados de los años setenta y del posterior desarrollo de la financiarización: en los setenta, la absorción del excedente se había convertido en un problema; había estallado una crisis y el espectro del estancamiento recorría los países capitalistas maduros. Como consecuencia, el capital empezó a buscar refugio en la esfera de la circulación y, sobre todo, en las actividades financieras

[5] Véase Karl Marx, *Capital*, vol. 3, Londres, Penguin/NLR, 1981, vol. 3, cap. 13, 14.
[6] Para Baran y Sweezy, la «ley creciente del excedente» no es lo mismo que la «ley decreciente de la tasa de ganancia» (*Monopoly Capital*, p. 72). La primera refleja la estructura monopolística del capitalismo avanzado y, por tanto, la manipulación de los precios por parte de los monopolios; mientras que la segunda hace referencia al capitalismo competitivo de la época de Marx.
[7] K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, cap. 6, 7.
[8] P. A. Baran y P. M. Sweezy, *Monopoly Capital*, cit., p. 143.

especulativas. La financiarización se afianzó como la mejor manera de absorber el excedente que inundaba la esfera de la producción y canalizarlo hacia el ámbito de las finanzas. Desde una perspectiva general, la financiarización es una de las tres tendencias de la acumulación capitalista del siglo XX, junto con la ralentización de la tasa de crecimiento y la expansión de las empresas monopolísticas multinacionales[9].

La aproximación de la *Monthly Review* a la financiarización tiene varios puntos fuertes destacables. La predicción de que la estructura de las economías capitalistas maduras daría un giro en favor de las finanzas durante las últimas décadas del siglo XX fue sorprendentemente profética, particularmente a la vista de la ausencia relativa de análisis financiero en el trabajo de Sweezy y de esta corriente en general[10]. De la misma manera, sorprende el intento de conectar la financiarización con un malestar subyacente de la economía capitalista, lo cual implica el fracaso en la absorción del excedente según la *Monthly Review*. Finalmente, la *Monthly Review* presentó la financiarización como una salida del capital que le permite escapar de un sector productivo que no acaba de funcionar. Este aspecto concreto de la formulación de la financiarización de la *Monthly Review* se puede encontrar en algunas aproximaciones diferentes, indistintamente de si estas han o no aceptado la cuestión de «la absorción del excedente».

Sin embargo, la *Monthly Review* no examinó por completo las causas de la financiarización en lo que se refiere a las empresas capitalistas y a las instituciones financieras; sino que se limitó a desarrollar el argumento marxista ya bien consolidado de la tendencia al monopolio. Lo más cerca que ha estado la corriente encabezada por la *Monthly Review* de especificar el cambio de la conducta financiera del capital productivo ha sido la defensa de que los precios de los activos financieros tienden a aumentar cuando las empresas no financieras dirigen su excedente hacia las finanzas, lo cual crea así un entorno especulativo[11]. De todos modos, se deduce que si el capital no financiero buscaba una vía de escape al estancamiento, a través de su participación en las actividades financieras especulativas, los industriales, comerciantes y banqueros tenían razones económicas para cambiar su conducta, lo cual se tendría que haber explicado. En este sentido, la tendencia al monopolio es importante pero demasiado general para dar cuenta del carácter específico de la transformación financiera que se inició en los años setenta.

---

[9] P. M. Sweezy, «More (or Less) on Globalization», *Monthly Review* 49:4, 1997.
[10] Por otro lado, Sweezy era uno de los pocos economistas anglosajones que estaba familiarizado con el trabajo de Hilferding ya desde los años de entreguerras, como se muestra en detalle en el capítulo 3.
[11] Magdoff y Sweezy, *Stagnation and the Financial Explosion*, p. 104.

La *Monthly Review* dio un salto hacia una senda innovadora al afirmar que la financiarización refleja un cambio de época en el equilibrio entre las esferas de la producción y la circulación, en favor de la segunda. Este es un buen punto de partida para una teoría de la financiarización. El siguiente paso, sin embargo, debe consistir en un análisis de la alteración de la conducta de los agentes de la economía capitalista —capitalistas productivos, banqueros y trabajadores—, que ha sido el motor del cambio en el equilibrio entre las dos esferas. Si la financiarización no se relaciona explícitamente con las operaciones de los principales agentes de la economía capitalista, su contenido seguirá siendo impreciso. Por desgracia, la producción de la corriente de la *Monthly Review* no ofrece los análisis requeridos para ello, algo que tampoco se puede decir de otros trabajos marxistas que tratan la financiarización como el modo que emplea el capital para escapar de un sector productivo estancado. Por esta razón, el análisis de las empresas financieras, los bancos y los hogares ocupa la mayor parte de este libro.

Arrighi y la trayectoria histórica del capitalismo

El carácter histórico de la financiarización tiene un papel incluso más relevante en el trabajo de Giovanni Arrighi, quién también es muy afín a la economía política marxista. No obstante, la idea original de la teoría de Arrighi parte del análisis de Fernand Braudel de la *longue durée* del capitalismo. En el segundo volumen de *Civilización material, economía y capitalismo. Siglos XV-XVIII*, Braudel propuso un patrón recurrente en la historia de la expansión de las finanzas sobre la base principalmente del análisis de la expansión del comercio mundial capitalista desde la Edad Moderna[12]. Siempre que las finanzas han surgido como la actividad capitalista predominante, ha significado la «señal del ocaso» para el poder estatal que tomó la iniciativa en el desarrollo financiero. Desde esta perspectiva, la financiarización de una formación social es un presagio de su declive.

En su libro *El largo siglo XX*, Arrighi adoptó la visión de Braudel sobre la expansión recurrente de las finanzas como argumento para explicar la financiarización del capitalismo contemporáneo. El verdadero interés de Arrighi era, sin embargo, la elaboración de una teoría de la hegemonía en la evolución del capitalismo, como se evidenció en su último gran trabajo, *Adam Smith en Pekín*, en el que la financiarización desempeña un papel marginal. En *El largo siglo XX*, Arrighi sostiene que en la economía capitalista mundial hay un poder hegemónico que evoluciona con un patrón cíclico. Los poderes hegemónicos se suceden entre sí cuando sus competencias en la producción y el comercio disminuyen, mientras que

[12] Fernand Braudel, *Civilization and Capitalism, 15th-18th Century*, Berkeley, University of California Press, 1982, p. 246 [ed. cast.: *Civilización, economía y capitalismo, siglos XV-XVIII*, Madrid, Alianza, 1984].

la esfera de las finanzas crece. De este modo, la financiarización representa el ocaso de la trayectoria cíclica de un poder hegemónico en particular. La trayectoria histórica de los poderes hegemónicos pasa por Génova, Países Bajos, Reino Unido y Estados Unidos[13]. En cada ocasión, surgió un poder dominante nuevo, en parte mediante el uso de los recursos financieros del país hegemónico en declive —y financiarizado. A la luz de esto, la financiarización contemporánea, incluida la crisis mundial que dio comienzo en 2007, es un indicio del largo declive de la hegemonía de EEUU.

Al llegar a este punto, es necesario ser precavidos, especialmente de cara a la discusión de este capítulo y los siguientes sobre el dinero mundial y el mercado mundial. El trabajo de Braudel, de donde surge la idea de Arrighi, es un trabajo a gran escala, puesto que en él se esclarece la evolución del capitalismo durante varios siglos y se perfilan las redes de comercio intercontinentales. Sin embargo, desde la perspectiva de la teoría de la economía política, el comercio mundial es una cosa y el mercado mundial es otra muy distinta. Las transacciones comerciales internacionales son un rasgo del capitalismo desde sus inicios, en la medida en que el capital es inherentemente internacional. El mercado mundial, sin embargo, como conjunto de instituciones, mecanismos, prácticas y costumbres, es una creación de los capitales industriales, comerciales y financieros que han sido dominantes en sus respectivas economías nacionales. La lógica de un análisis teórico debe ir de la economía nacional al mercado mundial y nunca al revés. Esto no significa que las tendencias que emanan del mercado mundial no puedan tener un impacto decisivo en la economía nacional, tal y como se demuestra en los siguientes capítulos.

Esta idea está lejos de ser trivial o ininteligible y tiene una relevancia directa en el análisis de la financiarización. Para la economía política marxista, el mercado mundial es un producto de las interacciones entre las empresas capitalistas avanzadas, pero también entre los Estados capitalistas. El mercado mundial mantiene un carácter fuertemente anárquico a pesar de la presencia sistemática de Estados capaces de actuar como fuerzas coordinadoras dentro de sus respectivas economías nacionales. La verdadera presencia coordinadora en el mercado mundial es la moneda mundial. No obstante, en función de la forma que tome esta moneda de reserva internacional actuará de una manera o de otra como fuerza coordinadora. Un rasgo característico del mercado mundial en el siglo XX es la aparición de una moneda mundial no metálica (e inconvertible) emitida por los diferentes Estados nación. La financiarización está inherentemente vinculada al dólar estadounidense, dado que es la moneda de reserva internacional dominante desde los años setenta.

[13] Véase también Giovanni Arrighi y Beverly J. Silver, *Chaos and Governance in the Modern World System*, Minneapolis, University of Minnesota Press, 1999 [ed. cast.: *Caos y orden en el sistema-mundo moderno,* Madrid, Akal, 2001].

Dadas estas condiciones, se destacan dos elementos importantes del análisis de la teoría de Arrighi. El primero es la asociación de la financiarización con el declive del vigor productivo y, por tanto, con la decadencia del poder hegemónico. El punto de partida teórico de Arrighi no es la «absorción del excedente» de Sweezy y Baran, aunque el resultado final sea similar: el sector productivo pierde fuelle en la acumulación durante el auge de la financiarización. El cambio histórico de la economía capitalista hacia las finanzas refleja un malestar en el terreno de la acumulación, y a la vez intensifica la debilidad de la producción y del comercio.

La segunda idea —que de nuevo se asemeja a la visión de la *Monthly Review*— es que el análisis de Arrighi de la financiarización lleva a centrar la atención en los rendimientos de la actividad capitalista: la financiarización se define por las elevadas ganancias derivadas de las transacciones financieras en comparación con las obtenidas con otras actividades[14]. El trabajo de Arrighi no especifica claramente los mecanismos y patrones a través de los cuales se derivan las ganancias financieras pero ha servido de motivación para los innovadores estudios empíricos de Greta Krippner[15]. En *Capitalizing on Crisis*, Krippner es reacia a tratar la financiarización como un cambio histórico del capitalismo, y prefiere centrarse específicamente en la expansión de las finanzas en EEUU, algo que ella asocia con la respuesta del Estado a las condiciones de crisis de los años setenta y ochenta. El aspecto innovador de su trabajo consiste, sin embargo, en relacionar explícitamente la financiarización con el peso creciente de las ganancias financieras, incluyendo también las que se generan en el sector no financiero. Su trabajo es el primer intento sistemático de dotar de contenido empírico a la afirmación hecha por la *Monthly Review*, Arrighi y otros de que la financiarización se basa en la búsqueda de ganancias en el ámbito de las finanzas.

Es importante pues, remarcar una cuestión teórica relacionada con las ganancias financieras, que se discute con mayor profundidad en el capítulo 6 de este libro. Es difícil establecer la categoría de ganancia financiera, tanto conceptual como empíricamente: no es casual que el concepto casi no exista ni en la economía política clásica ni en la economía marxista. La fuente de ganancia financiera en términos de flujos agregados de valor en una economía capitalista no es en absoluto obvia si el análisis teórico va más allá de la simple afirmación de que hay un «excedente» disponible que busca invertir en las finanzas. Para demostrar tanto la naturaleza como

---

[14] Véase en especial G. Arrighi y Jason W. Moore, «Capitalist Development in World Historical Perspective», en Robert Albritton *et al.* (ed.), *Phases of Capitalist Development*, Londres, Palgrave Macmillan, 2001.

[15] Véase Greta Krippner, «The Financialization of the American Economy», *Socio-Economic Review,* núm. 3, 2005, pp. 173-208; y para una discusión teórica más extensa véase Greta Krippner, *Capitalizing on Crisis*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 2011.

las fuentes de las ganancias financieras, es necesario analizar teóricamente las actividades de las empresas no financieras, los bancos y los particulares —precisamente son estos los agentes cuya conducta define la financiarización. Parte del resto del libro tratará este asunto.

El último punto que cabe mencionar es que la teoría de la financiarización de Arrighi padece un inextricable problema al intentar encontrar un sustituto para la actual potencia hegemónica, EEUU. En el epílogo de *El largo siglo XX*, Arrighi sugiere que Japón podría desempeñar ese papel; en *Adam Smith en Pekín*, indica que podría ser China la que heredara el cargo[16]. Sin embargo, ninguna de las propuestas encaja particularmente bien con la teoría de la financiarización de Arrighi. Un rasgo principal de las últimas décadas es que EEUU ha pasado a ser un prestatario neto, y no prestamista, en el mercado internacional; y que precisamente, gran parte del crédito obtenido ha llegado de Japón y de China. El ocaso de la hegemonía de EEUU, ya sea provocado o no por la financiarización, ha coincidido con entradas sustanciales de capital a EEUU, entre las que destacan las que provenían de los países más pobres del mundo. Este resultado paradójico se debe principalmente al papel del dólar como moneda mundial, el cual ha impuesto costes a los países en vías de desarrollo y a los países pobres. Este es uno de los aspectos de la financiarización subordinada que se analiza en distintas partes a lo largo del libro.

La regulación de la economía capitalista a través de las finanzas

Hay muchas más aproximaciones teóricas de origen marxista que de forma similar asocian el crecimiento de las finanzas con la transformación secular de la economía capitalista, y que a menudo destacan el declive o estancamiento de la esfera de la producción. Podemos encontrar esta perspectiva, por ejemplo, en el trabajo de la Escuela de la Regulación, que discutió sobre la cuestión de la financiarización en los años noventa. La aproximación regulacionista a la financiarización es, en parte, el resultado de la búsqueda de un nuevo «régimen de acumulación», sobre el supuesto de que el viejo régimen «fordista» llegó a su fin en los años setenta[17]. En la

---

[16] Conviene señalar que Michel Aglietta, también inspirado por el trabajo de Braudel, argumenta que China es la potencia hegemónica emergente, después de que EEUU se haya puesto de rodillas tras sucesivas crisis financieras. La presunta fortaleza china se deriva del crecimiento de la productividad, el resultado del avance tecnológico y la urbanización. Michel Aglietta, «Into the New Growth Regime», *New Left Review,* núm. 54, 2008, pp. 61-74.

[17] Para una precoz revisión equilibrada del análisis regulacionista, véase John Grahl y Paul Teague, «The Régulation School, the Employment Relation and Financialization», *Economy and Society,* núm. 29:1, 2000, pp. 160-178. Un análisis desde dentro, por así decirlo, de la emergencia de esta idea entre los regulacionistas se encuentra en François Chesnais, «La théorie du régime d'accumulation financiarisé: contenu, portée et interrogations», Forum de la regulation, París, 11 y 12 de octubre de 2001.

segunda mitad de la década de 1990, Chesnays propuso el término «régimen de acumulación con dominación financiera» para emplearlo dentro de un marco teórico marxista que se discute brevemente a continuación[18]. La Escuela de la Regulación se apropió de este término y lo empleó extensamente dentro de su propio marco teórico.

Para los regulacionistas, la crisis de los setenta y el posterior periodo de inestabilidad fueron el resultado del agotamiento, en las décadas posteriores a la Segunda Guerra Mundial, de los elementos característicos del periodo «fordista»: la producción en masa, el aumento de la productividad y el aumento de los salarios reales. De este modo, empezó a surgir un nuevo régimen de acumulación basado en las finanzas. Frédéric Lordon propuso que podría formarse un «régimen de acumulación financiarizado» alrededor de la creciente predominancia del ámbito de las finanzas; de modo que esto significaría el reemplazo de las bases materiales propias de la regulación fordista[19]. Orléan propuso de manera más clara la noción de una regulación generada a través del intercambio de capitales en el mercado financiero; una idea que Boyer ha intentado modelizar en relación con las operaciones de la bolsa de valores[20]. La regulación generada a través de las finanzas puede tener efectos problemáticos para la evolución de la acumulación, las tasas de crecimiento y la producción, entre otros[21]. En trabajos posteriores, Michel Aglietta y Antoine Rebérioux han desarrollado más a fondo la noción de «capitalismo patrimonial», donde la renta se acumula a través de la participación accionarial y puede compensar el estancamiento de los salarios reales[22].

---

[18] F. Chesnais, «Mondialisation du capital et régime d'accumulation à dominante financiére», *Agone,* núm. 16, 1996.

[19] Frédéric Lordon, «Le nouvel agenda de la politique economique en régime d'accumulation financiarisé», en *Le triangle infernal*, ed. Gérard Duménil y Dominique Lévy, París, PUF, 1999; y más completo Frédéric Lordon, *Fonds de pension, piège à cons?*, París, Raisons d'Agir, 2000.

[20] André Orléan, *Le pouvoir de la finance*, París, Odile Jacob, 1999; Robert Boyer, «Is a Finance- Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis», *Economy and Society,* núm. 29:1, 2000. Cabe señalar que Boyer discutió más sobre la noción del beneficio del accionista como el principio organizativo de las empresas no financieras en EEUU y el Reino Unido, lo cual ha contribuido a la crisis de las hipotecas de alto riesgo; R. Boyer, «Feu le régime d'accumulation tiré par la finance: La crise des subprimes en perspective historique», *Revue de la régulation,* núm. 5, Spring 2009. Boyer tiene razón al tratar la inestabilidad que empezó en 2007 como una crisis de la financiarización, pero su contorno ha resultado ser más amplio que simplemente las economías de EEUU y Reino Unido. Por la misma razón, la financiarización es un fenómeno mucho más amplio que la regulación de las empresas no financieras a través del mercado de valores. Lordon ve de forma similar la crisis como el resultado de una confluencia de las fuerzas características propias de la financiarización y propone una lista de profundas reformas para controlar las finanzas; Frédéric Lordon, «Après la crise financière: "regular" ou refondre?», *Revue de la regulation,* núm. 5, 2009.

[21] M. Aglietta, «Shareholder Value and Corporate Governance: Some Tricky Questions», *Economy and Society* 29:1, 2000, pp. 146-159; véase también M. Aglietta y Régis Breton, «Financial Systems, Corporate Control and Capital Accumulation», *Economy and Society* 30:4, 2001, pp. 433-466.

[22] M. Aglietta y Antoine Rebérioux, *Dérives du capitalisme financier*, París, Albin Michel, 2004. Para una aguda crítica de la validez de esta idea, véase Michel Husson, «L'ecole de la regulation, de Marx à la Fondation Saint-Simon: un aller sans retour?» en Jacques Bidet y Eustache Kouvélakis (ed.), *Dictionnaire Marx Contemporain*, París, PUF, 2001.

El núcleo de la teoría de la regulación, que incluye la propia noción de «régimen de acumulación», mantiene ciertas distancias respecto a la visión de Marx sobre la acumulación capitalista, dado que esta tiene lugar dentro de un marco de relaciones sociales, jurídicas, políticas, etc., que, en última instancia, reflejan la base material de la producción. Además, es discutible que la noción de «fordismo» haya sido capaz de plasmar el carácter de la acumulación en los países avanzados, dentro de los cuales se incluye a EEUU[23]. Es importante tener en cuenta las dudas que genera la noción de «régimen fordista», cuando se considera que la economía de EEUU es el referente estándar de los regulacionistas al hablar de financiarización. Aunque no hay duda de que el Regulacionismo se dio cuenta pronto de la importancia sistémica de la expansión de las finanzas en las últimas décadas, la especificación del «régimen financiarizado» es incluso menos clara que la del «régimen fordista». Es cuestionable que la visión regulacionista vaya más allá de la reelaboración de las teorías del valor accionarial y del dominio de los mercados bursátiles, lo que se discute brevemente más adelante.

Cabe señalar, sin embargo, que la Escuela de la Regulación pone el énfasis a los aspectos concretos del régimen de acumulación y, por esto, es capaz de determinar diversas tipologías de la financiarización; este será un rasgo importante en la discusión a lo largo del libro. Así, Joachim Becker y Johannes Jaeger han distinguido, en primer lugar, entre la acumulación productiva y la financiarizada, en función de la dirección sectorial de la inversión; en segundo lugar, entre la acumulación extensiva y la intensiva, en función de si los asalariados consumen bienes que se obtienen principalmente en el mercado o no; y, en tercer lugar, entre la acumulación introvertida y la extrovertida, en función de si el producto se orienta hacia los mercados domésticos o bien hacia los internacionales[24]. En este sentido, Becker *et al.* han postulado cuatro tipos de financiarización: i) basada en capital «ficticio», término que se refiere a la inflación de los precios financieros; ii) basada en el capital que devenga interés, es decir, en la expansión de los bancos; iii) de la «elite», con la participación de la burguesía y la clase media alta; iv) «popular», con la implicación de los trabajadores en las operaciones financieras. Independientemente de la validez de estas categorías, el hecho de distinguir entre las distintas variedades de financiarización es vital para analizar el fenómeno en su totalidad[25].

---

[23] Un argumento poderoso de este efecto fue propuesto por Robert Brenner y Mark Glick, «The Regulation Approach: Theory and History», *New Left Review,* núm. 188, 1991, pp. 45-119.
[24] Joachim Becker y Johannes Jaeger, «Development Trajectories in the Crisis in Europe», *Debate: Journal of Contemporary Central and Eastern Europe,* núm. 18:1, 2010, pp. 5-27.
[25] Joachim Becker *et al.*, «Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective», *Competition and Change,* núm. 14:3/4, 2010, pp. 225-247.

Teorías de la crisis perpetua

La percepción de que el crecimiento de las finanzas está vinculado al estancamiento secular o al mal funcionamiento de la acumulación capitalista también se hace evidente en las aproximaciones marxistas que han mantenido una aparente lealtad a la teoría de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia. En términos generales, el supuesto subyacente de este tipo de marxismo es que la esfera de la producción se ha caracterizado en las últimas décadas por una rentabilidad baja e inestable por diversas razones, entre las cuales se incluye la sobreacumulación. De este modo, el capital ha buscado ganancias en el ámbito de las finanzas, a menudo a través de transacciones especulativas y de otro tipo. Sin embargo, las ganancias financieras han proporcionado como mucho un alivio temporal, dado que los problemas subyacentes de la esfera de la producción se han reiterado y las crisis económicas han vuelto a reaparecer.

Esta idea básica se encuentra con frecuencia entre las corrientes marxistas con una fuerte impronta política y que a menudo no se dan cuenta de su afinidad con la tradición de la *Monthly Review*. Sorprendentemente, estas corrientes han ayudado a establecer la noción de que el estado normal del capitalismo contemporáneo es la crisis y que esta procede de la esfera de la producción, apenas paliada por las medidas que tradicionalmente aplica el Estado. Robert Brenner avanzó una versión sofisticada de esta visión en una serie de influyentes publicaciones[26]. En pocas palabras, los argumentos de Brenner relacionan el presunto estancamiento de la esfera de la producción con la teoría de Marx de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia. Desde esta perspectiva, ha habido una sobrecapacidad productiva que se ha mantenido desde los años sesenta y que ha intensificado la competencia, provocando así la disminución de las tasas de ganancia. Sin embargo, las empresas implicadas no han abandonado la esfera de la producción, un cambio que habría supuesto la destrucción de capital y, con el tiempo, habría llevado a la recuperación de las tasas de ganancia. Como consecuencia, las economías avanzadas se han mantenido en un estado de crisis permanente, si no latente, de la esfera de la producción. No obstante, el estallido de la actual crisis se ha evitado a través de la adopción de diversas medidas en distintos momentos, que incluyen la manipulación de los tipos de cambio y el suministro de crédito barato por parte de los bancos centrales. Cuando la potencia de estas intervenciones se desvaneció, como pasó en 2007, la realidad subyacente de la producción se manifestó y de nuevo el mundo se sumió en la crisis.

[26] Los resultados de Brenner sobre este asunto han sido consistentes y sistemáticos durante un buen número de años; véanse sus referencias en la bibliografía.

Para los objetivos de este libro, hay tres aspectos del análisis de Brenner que merecen especial atención. En primer lugar, las abundantes referencias a la tendencia decreciente de la tasa de ganancia no deberían ensombrecer el hecho de que su explicación teórica de la caída de la ganancia se sustenta en la presión competitiva de los capitalistas activos y no en el cambio de la composición orgánica del capital. En este sentido, la teoría de la ganancia de Brenner se diferencia decididamente de la de Marx y recuerda a la de Smith. En relación con esto, la presunta caída de la rentabilidad que afirma la teoría de Brenner también está asociada con la caída de los salarios reales, distanciándose una vez más de la teoría de Marx de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia[27].

En segundo lugar, la visión de Brenner de que el capitalismo contemporáneo padece una sobreacumulación crónica es similar a la aproximación de la *Monthly Review*. La diferencia es que Brenner se ha basado en una interpretación idiosincrásica de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia que, como se ha mencionado antes, destaca la persistente sobrecapacidad de los capitalistas activos. Sweezy, en cambio, postula la «absorción del excedente», que como reconoce públicamente es diferente de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia de Marx. Una diferencia aún mayor es que la *Monthly Review* ha adoptado expresamente la noción de financiarización —de hecho fueron quienes la propusieron—, mientras que Brenner ha evitado emplearla, incluso a pesar de destacar el papel de las finanzas como paliativo frente a la baja rentabilidad[28].

En tercer lugar, y otra vez de forma similar a la *Monthly Review*, Brenner no ha analizado el sector financiero como un campo separado de la actividad capitalista con lógicas internas y prácticas propias. La discusión sobre los bancos y otras instituciones financieras de Brenner ni siquiera se acerca a la complejidad de su análisis sobre las empresas industriales y comerciales. Para Brenner, el crédito barato, que supuestamente ha evitado el estancamiento en varias ocasiones durante las últimas décadas, tiene su origen en decisiones arbitrarias tomadas por el Estado, y no define específicamente los mecanismos por los que este crédito opera.

Otros marxistas comparten la perspectiva básica de Brenner a pesar de no aceptar el núcleo de su análisis teórico. Chris Harman y Alex Callinicos, por ejemplo, creen que la sobreacumulación es una condición

---

[27] Anwar Shaikh, «Explaining the Global Economic Crisis», *Historical Materialism,* núm. 5, invierno de 1999, pp. 103-144; John Weeks, «Surfing the Troubled Waters of "Global Turbulence»: A Comment», *Historical Materialism,* núm. 5, invierno de 1999. Para una discusión detallada de la teoría de Brenner, véase Ben Fine, Costas Lapavitsas, y Dimitris Milonakis, «Analysing the World Economy: Two Steps Back», *Capital and Class,* núm. 67, primavera de 1999, pp. 21-47.

[28] Conviene señalar que la mayor crítica de Arrighi a Brenner es que ha ignorado la financiarización como la transformación estructural del capitalismo norteamericano que ha llevado a la inestabilidad. G. Arrighi, «The Social and Political Economy of Global Turbulence», *NLR,* núm. 20, 2003.

crónica del capitalismo contemporáneo, pero no subscriben la teoría de Brenner[29]. Ambos defienden una versión de la tendencia decreciente de la tasa de ganancias de Marx que destaca el aumento de la composición orgánica del capital y argumentan que aparentemente esta no puede disminuir en la medida en que las empresas modernas evitan con éxito la quiebra y, por tanto, la destrucción de capital. La expansión financiera y el suministro de crédito son capaces de generar periodos de prosperidad, pero tan pronto el crecimiento del crédito vuelve a remitir, se manifiesta el estancamiento subyacente. No obstante, a diferencia de Brenner, tanto Harman como Callinicos aceptan que la financiarización es una importante tendencia del capitalismo contemporáneo, si bien no ofrecen una definición sistemática.

Análisis marxistas de la transformación de las finanzas

Ha habido también muchos trabajos marxistas sobre la expansión de las finanzas que no la relacionan necesariamente con un mal desempeño de la producción, aun cuando son esenciales para el análisis de la financiarización. Varios marxistas franceses, por ejemplo, han buscado el origen de la financiarización sin suscribir necesariamente lo que llamamos el enfoque del «estancamiento» o de la «crisis permanente». Chesnais fue uno de los primeros en estudiar la financiarización junto a la globalización y los flujos internacionales de capital, y destacó el avance de la integración de los sistemas financieros nacionales[30]. Chesnais deriva sus categorías analíticas directamente del análisis de Marx, pero también presta particular atención al papel de los rentistas en las economías capitalistas maduras. Enfatiza así la preponderancia de los intereses financieros —la «dictadura de los acreedores»— sobre el capital industrial y otros capitales, lo cual ha otorgado a la globalización el carácter de «capitalismo rentístico»[31]. La influencia del trabajo de Chesnais en el análisis de la financiarización llevado a cabo en este libro se puede detectar fácilmente; sin embargo, tal y como se argumenta más adelante, las relaciones entre el capital industrial y el financiero no son permeables a los procesos rentistas, y el papel dominante de las finanzas no implica una «dictadura de los acreedores».

En una serie de trabajos empíricos, Gérard Duménil y Dominique Lévy han relacionado el crecimiento de las finanzas con el auge del neoliberalismo, entendiendo este como una transformación secular del sistema

---

[29] Chris Harman, *Zombie Capitalism*, Londres, Bookmarks, 2009. C. Harman, «Not All Marxism Is Dogmatism: A Reply to Michel Husson», *International Socialism Journal,* núm. 125, invierno de 2010. Alex Callinicos, *Bonfire of Illusions*, Nueva York, John Wiley, 2010.
[30] F. Chesnais (ed.), *La mondalisation financière: Genèse, enjeux et coûts*, París, Syros, 1996.
[31] F. Chesnais, «Mondialisation du capital et régime d'accumulation à dominante financiére», cit.

capitalista[32]. Desde esta perspectiva, la financiarización ha supuesto altas tasas de ganancias para el sector financiero y ha contribuido a su vez a una mayor inestabilidad, especialmente la que desató la crisis de 2007. De todas formas, según Duménil y Lévy, el capital financiero no domina al capital industrial en la era neoliberal, a diferencia del primer periodo de ascenso de las finanzas a comienzos del siglo XX. De forma polémica, estos autores afirman también que el capitalismo neoliberal ha sido testigo de una transformación de la estructura de clases, de modo que una clase propietaria posee los activos financieros, mientras que una clase de gerentes obtiene sus ganancias en forma de remuneraciones y salarios[33].

Claude Serfati ha prestado especial atención a la relación entre la industria y las finanzas, o más específicamente, a la financiarización de las empresas no financieras. Es particularmente relevante para nuestros objetivos el hecho de que Serfati descarte la noción de que los intereses financieros dominen sobre los intereses industriales en el capitalismo contemporáneo. Para Serfati, la noción de capital financiero de Hilferding debe ser entendida de forma más amplia, de modo que incluya a las empresas industriales que llevan a cabo transacciones financieras[34]. François Morin ha desarrollado una visión similar con el análisis de la transformación de las empresas francesas y ha demostrado la aparición de un nivel financiero de gobierno dentro de los grandes capitales industriales[35]. La financiarización de las empresas no financieras es un aspecto de la transformación estructural del capitalismo contemporáneo que se trata con detalle en el capítulo 8 de este libro.

Finalmente, entre los marxistas franceses, Dominique Plihon ha propuesto el término «capitalismo accionarial» para capturar la expansión de las finanzas y la transformación simultánea del capitalismo en las últimas décadas[36]. Plihon ha sugerido que, al menos en Francia, las empresas no financieras han sido funcionales a la transformación, a través de su dependencia de la retención de ganancias para financiar la inversión, la emisión

---

[32] Véase por ejemplo G. Duménil y D. Lévy, *Capital Resurgent*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 2004; G. Duménil y D. Lévy, «The Real and Financial Components of Profitability (United States, 1952-2000)», *Review of Radical Political Economics,* núm. 36:1, 2004, pp. 82-110; G. Duménil y D. Lévy, *The Crisis of Neoliberalism*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 2011.
[33] G. Duménil y D. Lévy, «Finance and Management in the Dynamics of Social Change (Contrasting Two Trajectories: United States and France)», 26 de junio de 2006.
[34] Claude Serfati, «Le role actif de groupes à dominante industrielle dans la financiarisation de l'économie», en François Chesnais (ed.), *La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux*, París, Syros, 1996. Claude Serfati, «Financial Dimensions of Transnational Corporations, Global Value Chains and Technological Innovations», *Journal of Innovation Economics,* núm. 2:2, 2008. Claude Serfati, «Transnational Corporations as Financial Groups», *Work Organisation, Labour and Globalisation,* núm. 5:1, 2011, pp. 10-38.
[35] François Morin, «A Transformation in the French model of Shareholding and Management», *Economy and Society,* núm. 29, 2000. François Morin, «Le capitalisme de marché financier et l'asservissement du cognitif », *Cahiers du GRES*, mayo de 2006.
[36] Dominique Plihon, *Le nouveau capitalisme*, 3rd edition, París, Éditions La Découverte, 2009.

de activos financieros en los mercados abiertos, y el fomento del papel preeminente de los inversores institucionales en las finanzas contemporáneas, entre otros. Los bancos se han transformado al volcarse sobre los mercados financieros. Los argumentos de Plihon, aunque solo se centran en Francia, tienen fuertes afinidades con la tesis central de este libro en lo que concierne a la naturaleza de la financiarización.

Al margen de los autores franceses, algunos de los análisis marxistas más pertinentes sobre la expansión de las finanzas en los últimos años provienen de la India, incluso cuando estos autores han evitado meticulosamente emplear el término «financiarización»[37]. El trabajo de Prabhat Patnaik, en particular, se ha centrado en la dimensión macroeconómica de la expansión de las finanzas y en el papel del dinero mundial, un problema que se discute de forma extensa en el resto de este libro. Según Patnaik, el ascenso y consolidación de las finanzas está asociado con la centralización del capital pero no lleva a la reaparición del capital financiero de Hilferding —esto es, la fusión de los intereses industriales con los financieros. Las finanzas globalizadas se dirigen a los mercados financieros y han sido, en gran medida, especulativas[38].

Este enfoque tiene implicaciones para la teoría marxista clásica del imperialismo, ya que el ascenso y consolidación mundial de las finanzas ha atraído a su órbita a los países pobres y en desarrollo, principalmente a través de la deuda y de la liberalización financiera. Para Patnaik, el imperialismo conlleva necesariamente que los países desarrollados se inmiscuyan en la periferia precapitalista y obtengan ganancias mediante la conquista de nuevos mercados y el mantenimiento de salarios bajos[39]. La estabilidad internacional se predica mediante el mantenimiento de la moneda mundial, el dólar norteamericano. Sin embargo, la expansión de las finanzas ha trastornado el manejo de la demanda interna en los países imperialistas, y eso ha contribuido a la inestabilidad. Además, la acumulación de deuda de EEUU, en parte como consecuencia de la falta de control colonial directo, ha creado dificultades adicionales para mantener estable el valor de la moneda mundial. En este contexto, C. P. Chandrasekhar ha examinado los mecanismos a través de los cuales un pequeño número de empresas financieras internacionales han intervenido en los flujos mundiales de capital,

---

[37] Entre los más importantes están Prabhat Patnaik, C. P. Chandrasekhar y Jayati Ghosh.

[38] Prabhat Patnaik, *The Value of Money*, Nueva York, Columbia University Press, 2009. P. Patnaik, «The Economics of the New Phase of Imperialism», paper presented at IDEAS conference on The Economics of the New Imperialism, 22-24 de enero de 2004, Nueva Delhi, Jawaharlal Nehru University, 2005.

[39] Véase P. Patnaik, «The Theory of Money and World Capitalism», paper presented at IDEAS conference on International Money and Developing Countries, Muttukadu, Tamil Nadu, India, 19 de diciembre de 2002; y más extensamente P. Patnaik, *The Value of Money*, Nueva York, Columbia University Press, 2009.

mientras Jayati Ghosh ha defendido la regulación de los sistemas financieros internos de los países en vías de desarrollo[40].

Desde una perspectiva marxista diferente, Harvey sitúa el origen de la expansión financiera en las obstrucciones de la acumulación productiva, que podrían resolverse mediante un «arreglo financiero», en tanto el capital genera ganancias en el ámbito de las finanzas[41]. Peter Gowan, por otro lado, plantea el argumento de que la expansión de las finanzas enmascara una apuesta por el dominio norteamericano a través del «Régimen Dólar-Wall Street»[42]. El mérito del análisis de Gowan es su énfasis en el papel del dólar como moneda mundial, aunque su visión —planteada en uno de sus últimos trabajos— sobre la expansión financiera y la crisis, en tanto fenómenos principalmente de las economías del Atlántico Norte, no parece muy convincente tras la expansión de la crisis a la eurozona en 2010[43].

Sacaríamos las mismas conclusiones del análisis de los trabajos de Leo Panitch y Sam Gindin, los cuales mantienen que la globalización es una reafirmación del imperio norteamericano ante las rivalidades imperialistas[44]. Para estos autores, la financiarización es la «americanización» de las finanzas que ha servido para fortalecer y universalizar el poder de EEUU. Panitch y Gindin destacan la importancia del dólar a la hora de dar forma a la financiarización, y defienden que el dólar no será fácilmente reemplazado por otra divisa. Ambas ideas se discuten extensamente en los siguientes capítulos de este libro. Sin embargo, la financiarización es mucho más que la «americanización» de las finanzas, y el hecho de que la financiarización haya fortalecido la posición hegemónica de los EEUU es discutible.

En resumen, la economía política marxista, entendida en un sentido amplio, ha desvelado aspectos relevantes de la financiarización, aun cuando el concepto siga siendo poco claro. Otras corrientes radicales de las ciencias sociales han sacado a relucir otras dimensiones de la financiarización, tal y como se demuestra en la próxima sección. Antes de abordar brevemente los enfoques no marxistas de la financiarización, es importante mencionar

---

[40] C. P. Chandrasekhar, «Global Liquidity and Financial Flows to Developing Countries», G24 Discussion Paper Series, núm. 52, UNCTAD, 2008; Jayati Ghosh, «The Economic and Social Effects of Financial Liberalization», DESA Working Paper, núm. 4, octubre de 2005.

[41] D. Harvey, *The New Imperialism*, Nueva York, Oxford University Press, 2003 [ed. cast.: *El nuevo imperialismo,* Madrid, Akal, 2004]; D. Harvey, *The Limits to Capital*, 3rd ed., Oxford, Blackwell, 2007.

[42] Peter Gowan, *The Global Gamble: Washington's Faustian Bid for World Dominance*, Londres, Verso, 1999 [ed. cast.: *La apuesta por la globalización,* Madrid, Akal, 2000].

[43] P. Gowan, «Crisis in the Heartland», *NLR*, núm. 55, 2009, pp. 5-29 [ed. cast.: www.newleftreview.es].

[44] Véase Leo Panitch y Sam Gindin, *Global Capitalism and American Empire*, Londres, Merlin Press, 2004; «The Current Crisis: A Socialist Perspective», *Studies in Political Economy,* núm. 83, 2009; «Finance and American Empire», en Leo Panitch y Martijn Konings (eds.), *American Empire and the Political Economy of Global Finance*, Nueva York, Palgrave Macmillan, 2009.

un elemento conceptual significativo que tiene incidencia en el análisis que se lleva a cabo en el resto del libro.

Llama la atención que los escritos marxistas sobre finanzas estén habitualmente relacionados con el concepto de Marx de capital ficticio[45]. En esencia, esta es una idea técnica que equivale a la contabilidad del valor actual neto —esto es, a la suma de dinero que resulta de descontar las secuencias de ingresos futuros vinculados a los activos financieros. Estas sumas hipotéticas conforman los precios financieros que pueden fluctuar con independencia del capital dinerario gastado originalmente en la compra del activo financiero en cuestión. En este sentido, los precios financieros, particularmente los del mercado bursátil, representan capital ficticio[46].

La noción de capital ficticio puede ayudarnos a desvelar los entresijos de las operaciones de las finanzas capitalistas, y para ello se empleará en los capítulos 5 y 6, pero también puede ayudar a dar rienda suelta a la imaginación, de forma extraordinaria, al analizar las actividades financieras. Los grandes valores nominales asociados con algunos mercados financieros —por ejemplo, los de derivados financieros discutidos en el capítulo 1— podrían darnos la falsa impresión de que el Estado no tiene los mecanismos para intervenir con eficacia en el ámbito de las finanzas. Por otro lado, los desmedidos valores nominales podrían también dar la falsa impresión de que las crecientes ganancias del sector financiero durante los años de la financiarización han sido ficticias. Lo único que se conseguiría con esto es desviar la atención del punto que precisa ser explicado: la existencia y el origen de las enormes ganancias financieras.

Una confusión todavía mayor podría envolver la relación entre el capital ficticio y el capital dinerario prestable o que devenga interés, siendo este último otra idea innovadora de Marx en este campo[47]. Este es un tipo especial de capital disponible para prestar y que es remunerado a través del pago de intereses, como se discute en profundidad en los capítulos 5 y 6. La comercialización del capital prestable podría dar lugar al crecimiento del capital ficticio, pero el capital prestable en sí mismo es de todo menos ficticio. Al contrario, este surge de los procesos de inversión y consumo vinculados a la acumulación capitalista, y en su origen es dinero ocioso. El capital prestable es una realidad compleja de la economía capitalista y sus dueños obtienen derechos directos sobre el valor y el rendimiento. Es el capital prestable, y no el ficticio, el que se encuentra en la base de la financiarización. Esta distinción es fundamental para el análisis que se lleva a cabo en el resto de este libro.

---

[45] K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, p. 567.

[46] K. Marx utilizó en efecto el término para denotar distintos casos de precios financieros o valores comerciados, pero no se pierde generalidad considerando el capital ficticio sencillamente como valor actual neto.

[47] K. Marx, *Capital*, cit. vol. 3, part 5.

Otros enfoques de la financiarización

Solo los postkeynesianos han planteado otra aproximación sistemática a la financiarización en el campo de la economía. En algunos aspectos importantes, esta es similar al análisis marxista, pero hay también diferencias significativas. El postkeynesianismo, huelga decirlo, es una corriente amplia con muchas ramas, cuestión de cierta relevancia a la hora de evaluar las distintas visiones de la financiarización de esta corriente[48].

Es interesante señalar que la aproximación postkeynesiana a la financiarización no se origina con Hyman Minsky, cuyo trabajo es la piedra angular del análisis financiero postkeynesiano. La mayor parte de su trabajo se basa en el desarrollo de su innovadora teoría sobre la inestabilidad financiera, que postula que las empresas capitalistas desarrollan un comportamiento desestabilizante de sus balances a lo largo del ciclo, de modo que cuando hay optimismo en los mercados, se produce una acumulación excesiva de deuda[49]. El conocimiento empírico de Minsky sobre el sistema financiero norteamericano también le hizo consciente de los riesgos de la innovación financiera, incluyendo el de la titulización. Sin embargo, encontramos poca discusión en su trabajo sobre el equilibrio a largo plazo entre las finanzas y el resto de la economía. Más concretamente, hay breves referencias al «capitalismo de gestores de dinero» en algunos de sus últimos trabajos[50]. No obstante, Minsky no examinó en profundidad sus rasgos característicos ni sus implicaciones más profundas.

El análisis postkeynesiano de la financiarización se basa por lo general en el concepto del rentista; y en particular del acreedor como rentista. Por esta razón, comparte habitación con análisis marxistas como el de Chesnais. Las afinidades con la teoría marxista son evidentes en los textos de Crotty, Pollin y Epstein, aunque su mayor influencia es Keynes, y no Marx[51]. En la *Teoría general* de Keynes, el rentista es una entidad económica parasitaria

---

[48] Para una revisión amplia del regulacionismo y el postkeynesianismo que está al corriente de los aspectos empíricos de la financiarización y también aprecia la importancia de los conceptos marxistas, véase Robert Guttmann, «A Primer on Finance-Led Capitalism and Its Crisis», *Revue de la régulation,* núm. 3/4, otoño de 2008.
[49] Véase particularmente Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, Nueva York, Columbia University Press, 1975; *Can «It» Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk (NY), M. E. Sharpe, 1982; *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven (CT), Yale University Press, 1986.
[50] Hyman Minsky, «Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies», Working Paper, núm. 155, Levy Economics Institute of Bard College, abril de 1996; Hyman Minsky y Charles Whalen, «Economic Insecurity and the Institutional Prerequisites for Successful Capitalism», Working Paper, núm. 165, Levy Economics Institute of Bard College, 1996.
[51] Véase, por ejemplo, James Crotty, «Owner-Manager Conflict and Financial Theory of Investment Stability», *Journal of Post Keynesian Economics,* núm. 12:4, 1990; Robert Pollin, «The Resurrection of the Rentier», *NLR,* núm. 46, 2007; y Gerald Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, Edward Elgar, 2005.

que extrae ganancias gracias a la escasez de capital, y puede así, deprimir la inversión y la rentabilidad de los capitalistas activos[52]. Para que el capitalismo tenga éxito es necesaria la «eutanasia del rentista», que puede lograrse a través de tipos de interés bajos. En los textos de Marx, el rentista solo hace apariciones fugaces y no hay referencias claras a un estrato social de rentistas. Sin embargo, Marx analiza de forma extensa el carácter y las operaciones de los capitalistas «en dinero», una categoría muy parecida a la de rentista, como se muestra en detalle en el capítulo 5. Concretamente, los capitalistas «en dinero» forman una fracción de la clase capitalista que no invierte su capital en la producción, sino que prefiere prestárselo a otros. Los capitalistas productivos utilizan el capital prestable de los capitalistas «en dinero» y estos reciben a cambio una parte de la plusvalía resultante en forma de intereses. Por esta razón, hay tensión y oposición entre los capitalistas productivos y los «del dinero»[53].

Según los postkeynesianos, la financiarización representa el ascenso y la consolidación de los rentistas, gracias a las políticas económicas neoliberales adoptadas por el Estado en las últimas décadas[54]. El ascenso de los rentistas ha fortalecido la ganancia financiera a expensas de la industrial y, por esto, la financiarización ha provocado un desempeño mediocre de la inversión y de la producción en los países maduros. En definitiva, los postkeynesianos reconocen la conexión analítica entre, por un lado, el estancamiento o disminución de la producción y, por otro, el *boom* de las finanzas en el periodo de la financiarización. No obstante, a diferencia de los enfoques marxistas revisados anteriormente, los postkeynesianos consideran que la expansión del sector financiero es la causa del mediocre desempeño del sector real. Y, a su vez, la política económica inapropiada de EEUU, Reino Unido y de otros países es el motivo del crecimiento de las finanzas.

El rasgo característico del análisis postkeynesiano de la financiarización es, por lo tanto, el extenso trabajo empírico que trata de mostrar el nocivo

---

[52] John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Londres, Macmillan, 1973, cap. 24 [ed. cast.: *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México DF, FCE, 2003].

[53] Señalar que se puede encontrar otra aproximación a las finanzas en el trabajo de Marx, un tanto distinta, como se muestra en los capítulos 5 y 6. A saber, el capital prestable no pertenece a un grupo separado de los capitalistas monetarios, o a los rentistas, sino que surge espontáneamente a través de las operaciones del capital industrial (u otros) y toma forma de dinero ocioso en un primer momento. Partiendo de esta base, el sistema financiero es un conjunto de mercados e instituciones que movilizan el capital prestable y apoyan la acumulación del capital. Esta aproximación es naturalmente reacia a tratar la financiarización como el triunfo del rentista sobre el capitalista productivo.

[54] Toporowski relaciona el ahorro de las clases medias y de los rentistas, aunque ninguno de ambos términos se especifica con suficiente detalle. La financiarización desde esta perspectiva es la canalización del ahorro de las clases medias y los rentistas hacia el mercado bursátil y su impacto en la inflación de los precios de los activos y el estímulo al crecimientos de los inversores institucionales. J. Toporowski, «The Economics and Culture of Financial Inflation», *Competition and Change,* núm. 13:2, 2009.

impacto de las actividades financieras en la economía, dado que la inversión se ha dirigido hacia las finanzas en lugar de a la producción[55]. La lógica subyacente de gran parte de estos trabajos es que el ascenso del rentista ha tenido un efecto depresivo sobre el sector real, a menudo mediante la restricción de los fondos disponibles para invertir y/o mediante la disminución de los rendimientos de los capitalistas industriales[56].

Esta perspectiva también es ampliamente compartida por la corriente del «capitalismo dominado por las finanzas», una variedad del postkeynesianismo que se ha centrado en demostrar el pobre desempeño macroeconómico derivado del ascenso de las finanzas y que, a su vez, también manifiesta afinidades con el marxismo[57]. El creciente poder de los accionistas que gobierna cada vez más los rendimientos —lo que se interpreta como el ascenso de los rentistas ha conducido a la contracción de la inversión y a una inestable acumulación de deuda por parte de los hogares. Los efectos distributivos de la financiarización son importantes en este sentido, puesto que habrían significado el cambio de la balanza en favor del capital respecto al trabajo. La conclusión es clara: se requiere la intervención política para regular las finanzas con el objetivo de mejorar el producto, el empleo y la renta. Estas políticas pueden, por ejemplo, regular las reservas de liquidez de los bancos,

---

[55] Por ejemplo, James Crotty, «Owner–Manager Conflict and Financial Theory of Investment Stability», *Journal of Post Keynesian Economics,* núm. 12:4, 1990; Engelbert Stockhammer, «Financialization and the Slowdown of Accumulation», *Cambridge Journal of Economics*, núm. 28, 2004; Engelbert Stockhammer, «Some Stylized Facts on the Finance-dominated Accumulation Regime», *Competition and Change,* núm. 12:2, 2008; Gerald Epstein y Arjun Jayadev, »The Rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity» en Gerald Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, Edward Elgar, 2005; Özgür Orhangazi, «Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector», *Cambridge Journal of Economics*, núm. 32, 2008. El trabajo de Dutt también es notable dado que sus modelos relacionan la financiarización al consumo, a la deuda individual y el ahorro; Amitava Krishna Dutt, «Maturity, Stagnation and Consumer Debt: A Steindlian Approach», *Metroeconomica,* núm. 57, 2005.

[56] Skott y Ryo desarrollan modelos que prueban los efectos macroeconómicos de los presuntos cambios del comportamiento financiero y, como era de esperar, encuentran que los resultados dependen de la especificación de las restricciones laborales, las tendencias de acumulación y el comportamiento de los hogares, Peter Skott y Soon Ryoo, «Macroeconomic Implications of Financialization», *Cambridge Journal of Economics,* núm. 32:6, 2008. Para la medición empírica del impacto del ingreso de los rentistas en la demanda agregada de EEUU, véase también Özlem Onaran, Engelbert Stockhammer, y Lucas Grafl, «Financialization, Income Distribution and Aggregate Demand in the USA», *Cambridge Journal of Economics,* núm. 35, 2011. Dallery, por otro lado, desarrolla un análisis microeconómico de la influencia negativa de los intereses de los rentistas en las decisiones de inversión de las empresas, Thomas Dallery, «Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization», *Review of Radical Political Economics,* núm. 41:4, 2009.

[57] Entre los más prominentes están Eckhard Hein *et al.* (eds), *Finance-Led Capitalism?*, Marburgo, Metropolis Verlag, 2008; Eckhard Hein, «A (Post-)Keynesian Perspective on Financialisation», IMK Working Paper, núm. 01-2009; E. Hein, *The Macroeconomics of Finance-Dominated Capitalism – and Its Crisis*, Cheltenham, Edward Elgar, 2012; E. Hein y Till Van Treeck, «Financialisation and Rising Shareholder Power in Kaleckian/PostKaleckian Models of Distribution and Growth», *Review of Political Economy,* núm. 22, 2010; y Trevor Evans, «The 2002-7 of US Economic Expansion and Limits of Finance-Led Capitalism», *Studies in Political Economy,* núm. 83, 2009.

forzar el crédito en determinadas direcciones, imponer límites a las actividades de la banca de inversión, etc[58].

Para el propósito de este libro, es importante señalar que el trabajo postkeynesiano ha estudiado los rasgos específicos de la financiarización en países concretos. Stockhammer defiende que la acumulación capitalista ha pasado a ser lenta y frágil porque la inversión ha disminuido y la distribución de la renta ha empeorado, lo que ha conducido a una bifurcación del proceso de financiarización[59]. En un grupo de países este proceso se ha dado a través de un *boom* del consumo promovido por el crédito y respaldado por una burbuja inmobiliaria; en cambio, en el otro grupo se ha producido a través del estímulo del crecimiento de las exportaciones, principalmente porque las restricciones institucionales han bloqueado la otra senda. Ambos grupos son complementarios, dado que los déficit por cuenta corriente y las entradas de capital de los primeros corresponden a los superávit y las salidas de capital de los segundos.

La geografía económica y la sociología económica han generado otras aproximaciones a la financiarización —aunque no necesariamente económicas— que señalan el impacto social de la expansión de las finanzas, incluidas las implicaciones en el desarrollo espacial del capitalismo. Estos trabajos son, a menudo, conscientemente eclécticos, en tanto examinan los principales rasgos del capitalismo contemporáneo casi como una «descripción densa», en lugar de desarrollar explicaciones teóricas generales. La producción es abundante y diversa, aunque no admite fácilmente una clasificación temática[60].

Llama la atención el hecho de que ha habido un interés constante por los aspectos institucionales, culturales y políticos del ascenso de las finanzas desde finales de la década de 1990[61]. Se ha producido un trabajo

---

[58] Se pueden encontrar argumentos similares, en marcos poskeynesianos más estándares, en J. Crotty, «Profound Structural Flaws in the US Financial System That Helped Cause the Financial Crisis», *Economic and Political Weekly,* núm. 44:13, 2009; J. Crotty, «Structural Causes of the Global Financial Crisis», Political Economy Research Institute Working Paper, núm. 180, 2008; J. Crotty y G. Epstein, «Proposals for Effectively Regulating the US Financial System to Avoid yet Another Meltdown», Political Economy Research Institute Working Paper, núm. 181, 2008; J. Crotty y G. Epstein, «Regulating the US Financial System to Avoid Another Meltdown», *Economic and Political Weekly,* núm. 44:13, 2009.

[59] Engelbert Stockhammer, «Neoliberalism, Income Distribution and the Causes of the Crisis», RMF Discussion Paper, núm. 19, 2010.

[60] Para una extensa revisión de la producción reciente véase Roger Lee *et al.*, «The Remit of Financial Geography - Before and After the Crisis», *Journal of Economic Geography,* núm. 9, 2009, pp. 723-747; véase también Ewald Engelen, «The Case for Financialization», *Competition and Change,* núm. 12, 2008. Andy Pike y Jane Pollard sugieren que la geografía económica se ha aproximado a la financiarización desde la perspectiva, primero, de la existencia de varios tipos de instituciones financieras; segundo, de la inestabilidad del capitalismo financiarizado; y, tercero, de la difusión de la financiarización, incluyendo la geográfica; véase «Economic Geographies of Financialization», *Economic Geography,* núm. 86:1, 2010.

[61] Andrew Leyshon y Nigel Thrift, «The Capitalization of Almost Everything», *Theory, Culture and Society,* núm. 24, 2009, pp. 97-115; Ron Martin, *Money and the Space Economy*, Londres, Wiley, 1999.

significativo sobre el poder de los mercados financieros, en particular en relación con el papel de los inversores institucionales en la transformación de las prácticas, la actitud y la ideología de las finanzas[62].

Paul Langley ha analizado la financiarización de la vida privada y la penetración de las prácticas financieras en el ámbito del consumo y del ahorro[63]. En este sentido, la expansión de las finanzas ha tenido también profundas implicaciones culturales para los valores, las costumbres y las relaciones que se examinan en la creciente bibliografía sobre la economía cultural[64]. Cabe destacar que Manuel Aalbers se ha centrado en la financiarización de la vivienda, un tema que se discute en los siguientes capítulos de este libro, y Andrew Leyson y Nigel Thrift han estudiado la transformación de los flujos de renta personal en ganancias a través de los mecanismos de titulización[65].

Los reveladores resultados sobre la financiarización obtenidos por el *Centre for Research on Socio-Cultural Change* (CRESC) del Reino Unido son también eclécticos. Los investigadores del CRESC han planteado la financiarización en torno al concepto de «capitalismo de cupón», dado que la renta derivada de los títulos de los mercados financieros pasa a ser el mecanismo regulador del comportamiento macroeconómico[66]. La financiarización se asocia a la transformación de los bancos, la búsqueda de beneficios a través del comercio en lugar del préstamo y a la aparición de nuevas élites con el poder de dirigir los flujos de renta a su favor.

---

[62] Gordon L. Clark, *Pension Fund Capitalism*, Oxford, Oxford University Press, 2000. Ewald Engelen, «The Logic of Funding European Pension Restructuring and the Dangers of Financialiation», *Environment and Planning* A, núm. 35, 2003, pp. 1357-72. Se han hecho varios estudios de los inversores institucionales en contextos específicos, por ejemplo, en los fondos de pensión suizos, véase José Corpataux, Olivier Crevoisier y Thierry Theurillat, «The Expansion of the Finance Industry and Its Impact on the Economy», *Economic Geography,* núm. 85:3, 2009. Cabe señalar que Robin Blackburn fue uno de los primeros marxistas anglosajones en emplear sistemáticamente el término financiarización y en examinar su relación con el crecimiento de los fondos de pensiones. Para Blackburn, los capitalistas en funcionamiento han llegado a un acuerdo con los inversores institucionales mediante la aceptación del valor accionarial. El poder ha vuelto a las zonas sombrías del sistema financiero, en parte a través de la innovación financiera. Véase Robin Blackburn, *Banking on Death, or Investing in Life: The History and Future of Pensions*, Londres, Verso, 2002; y Robin Blackburn, «Finance and the Fourth Dimension», *NLR,* núm. 39, 2006, pp. 39-70.

[63] Paul Langley, *The Everyday Life of Global Finance*, Oxford, Oxford University Press, 2008; Paul Langley, «Financialization and the Consumer Credit Boom», *Competition and Change,* núm. 12:2, 2008, pp. 133-147.

[64] Randy Martin, *Financialization of Daily Life*, Philadelphia, Temple University Press, 2002; Michael Pryke y Paul du Gay, «Take an Issue: Cultural Economy and Finance», *Economy and Society,* núm. 36:3, 2007.

[65] Manuel B. Aalbers, «The Financialization of Home and the Mortgage Market Crisis», *Competition and Change,* núm. 12:2, 2008; Andrew Leyshon y Nigel Thrift, «The Capitalization of Almost Everything: The Future of Finance and Capitalism», *Theory, Culture and Society,* núm. 24, 2009.

[66] Véase, de forma selectiva, Julie Froud *et al.*, «Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves», *Economy and Society,* núm. 29, 2000; J. Froud et al., *Financialization and Strategy: Narrative and Numbers*, Londres, Routledge, 2006; Ismail Erturk *et al.* (eds), *Financialization at Work*, Londres, Routledge, 2008; Mike Savage y Karel Williams (eds), *Remembering Elites*, Londres, John Wiley and Sons, 2008.

Entre los sociólogos económicos, Paul Thompson ha defendido que la financiarización ha evitado que los empleadores traten a los trabajadores como parte interesada [*stakeholder*] en la empresa. El capital se ha desconectado de las instituciones establecidas y de los sistemas de negocios y ha hecho que el empleo fuera de corta duración y precario. Ian Clark ha desarrollado todavía más el argumento destacando las ventajas de la financiarización para los dueños del capital privado[67]. Estos argumentos se derivan de la amplia bibliografía sobre el valor accionarial y la gobernanza corporativa, trasfondo permanente en los debates de la financiarización, tal y como se demuestra en la revisión hecha anteriormente. El tema de la gobernanza y el control corporativos tiene un largo recorrido en la teoría económica, y se considerará en los capítulos 6 y 7 en relación con los mercados de capital, la participación accionarial y la distribución de la renta. Uno de los trabajos más influyentes en la bibliografía sobre la financiarización ha sido el de William Lazonick y Mary O'Sullivan, en el cual se defiende que la ideología del «valor accionarial» ha llevado a la «reducción del tamaño» de las empresas y, de este modo, ha generado problemas de inversión en las empresas norteamericanas. La financiarización de estas ha sido particularmente analizada en términos empíricos por otros autores que trataban de demostrar que el valor accionarial ha contribuido a una inversión deficiente[68].

Esta bibliografía tiene afinidades con el enfoque de las «variedades del capitalismo», discutido en otro momento. Masahiko Aoki hizo una contribución importante en este campo, al destacar la naturaleza de los flujos de información en las empresas japonesas organizadas horizontalmente en comparación con las empresas norteamericanas organizadas verticalmente, además de asociar las diferencias con el desempeño, a menudo superior, de las empresas japonesas[69]. Basta decir que en este momento la

---

[67] Paul Thompson, «Disconnected Capitalism», *Work, Employment and Society,* núm. 17, 2003, pp. 359-378; y Ian Clark, «Owners and Managers: Disconnecting Managerial Capitalism?», *Work, Employment and Society,* núm. 23, 2009, pp. 775-786.

[68] William Lazonick y Mary O'Sullivan, «Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance», *Economy and Society,* núm. 29:1, 2000. Véase también William Milberg, «Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining US Financialization with Global Value Chains», *Economy and Society,* núm. 37:3, 2008; y William Milberg y Deborah Winkler, «Financialisation and the Dynamics of Offshoring in the USA», *Cambridge Journal of Economics,* núm. 34, 2010

[69] Masahiko Aoki, *Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge, Cambridge University Press, 1988; M. Aoki, «Toward and Economic Model of the Japanese Firm», *Journal of Economic Literature,* núm. 28, 1990; M. Aoki, «The Japanese Firm as a System of Attributes: A Survey and Research Agenda», en M. Aoki y Ronald Dore (eds.), *The Japanese Firm: Sources of Competitive Strength,* Oxford, Clarendon Press, 1994. Para una comparación entre las empresas norteamericanas y las japonesas, véase William Lazonick, «Innovative Business Models and Varieties of Capitalism: Financialization of the US corporation», *Business History Review,* núm. 84, 2010. Un punto de referencia del análisis económico de la estructura organizativa de las empresas norteamericanas es el trabajo de Milgrom y Roberts: «The Economics of Modern Manufacturing: Technology, Strategy and Organization», *American Economic Review,* núm. 80, 1990; y *Economics, Organization and Management,* Englewood Cliffs (NJ), Prentice Hall, 1992.

estructura institucional y organizativa de las empresas capitalistas, aunque es importante para explicar su desempeño, no es un criterio apropiado para definir la financiarización. El valor accionarial puede contribuir a explicar las diferencias entre las empresas norteamericanas y las japonesas, pero la financiarización tiene que ver con el acceso sistemático a los fondos y con la adquisición de los activos financieros; procesos mucho más importantes que el valor accionarial. Desde esta perspectiva, y como se muestra en los siguientes capítulos, las empresas japonesas también se están financiarizando, aunque de forma distinta que las norteamericanas.

Un enfoque basado en el marxismo clásico

La aproximación a la financiarización de este libro se basa en las teorías revisadas en las secciones anteriores, pero el eje vertebrador es el trabajo sobre la teoría marxista de las finanzas que se ha desarrollado desde principios de los años ochenta[70]. También hace uso de los rasgos característicos de la crisis de 2007, un trastorno sistémico que ha arrojado luz sobre la trayectoria del desarrollo social y económico del capitalismo contemporáneo[71]. La crisis es el producto del capitalismo financiarizado, la culminación de las tendencias contradictorias que han aparecido paulatinamente a lo largo de más de tres décadas, como se muestra en el capítulo 9. Esta aproximación, por último, recurre a los debates marxistas clásicos sobre el capital financiero y el imperialismo, particularmente a *El capital financiero* de Hilferding y a *El imperialismo* de Lenin, aunque las conclusiones específicas que ambos extraen pertenecen a épocas distintas y por tanto no se aplican necesariamente al capitalismo financiarizado. Sus características generales se describen a continuación.

La financiarización como transformación sistémica de las economías capitalistas

El punto de partida teórico y empírico es que la financiarización representa una transformación estructural de las economías capitalistas avanzadas, y sus raíces deben situarse en las relaciones fundamentales de las empresas no financieras, las empresas financieras y los trabajadores. No tiene sentido tratar de definir la financiarización sin primero examinar sus fundamentos:

---

[70] El marco teórico se basa en M. Itoh y C. Lapavitsas, *Political Economy of Money and Finance,* Londres, Macmillan, 1999; y C. Lapavitsas, *Social Foundations of Markets, Money and Credit,* Londres, Routledge, 2003.

[71] Véase C. Lapavitsas, «Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation», *Historical Materialism* 17:2, 2009, pp. 114-148, y en general el trabajo de la red *Research on Money and Finance*. Véase también C. Lapavitsas (ed.), *Financialisation in Crisis*, Leiden, Brill, 2012.

la conducta de los capitales no financieros, las operaciones de los bancos y las prácticas financieras de los trabajadores. Solo sobre esta base es posible examinar cómo se articulan los mercados e instituciones financieras entre sí y con el resto de la economía, y cómo interviene el Estado en la esfera financiera. En resumen, el trasfondo de la financiarización se ve con claridad solo tras demostrar la financiarización de las empresas no financieras, los bancos y los hogares, y, en consecuencia, tras considerar lo que esto implica para el conjunto de las economías capitalistas maduras.

La interpretación de la financiarización como una fuga del capital hacia el ámbito de las finanzas en búsqueda de mayores ganancias (posiblemente especulativas) es confusa. La financiarización se caracteriza, de hecho, por un rápido crecimiento de la circulación en contraste con la producción, pero esta asimetría no es más que el resultado de las interacciones «financiarizadas» entre los agentes principales de la economía capitalista. Los fenómenos sociales emergentes son muy complejos y no se pueden interpretar como el resultado de la maniobra de los capitalistas no financieros para escapar de las bajas ganancias en la esfera de la producción. Hay que tener en cuenta que es especialmente problemático asumir que la financiarización produce mayor rentabilidad en el ámbito de las finanzas que en la esfera de producción. Como se muestra en los capítulos 5 y 6, este supuesto va en contra de los principios básicos de la economía política marxista sobre la determinación de la tasa de ganancia, y especialmente en lo que respecta a la remuneración del capital financiero. No hay duda de que las crecientes ganancias financieras son un rasgo prominente de la financiarización, pero las causas de este fenómeno no deberían confundirse con la rentabilidad relativa de las finanzas.

Las finanzas son un campo bien definido de la actividad económica capitalista, no una esfera sombría donde el capital escapa cuando la rentabilidad es baja en la producción. Los procesos de las finanzas deberían analizarse en sí mismos, en vez de ser tratados como fenómenos que se hallan en la superficie de las actividades de producción e intercambio de la economía «real». Más específicamente, el sistema financiero es un conjunto de relaciones económicas ordenadas, que comprende mercados e instituciones movidos por el beneficio y que son necesarios para sustentar la acumulación capitalista. La base racional y social para la extracción de ganancias financieras se deriva del papel desempeñado por el sistema financiero en el contexto de acumulación. Al mismo tiempo, las finanzas son un campo relativamente autónomo para la generación de ganancias capitalistas, que tiene sus propias normas y su propia vida interna. Por esta razón, la ganancia financiera también tiene un aspecto predatorio que la distingue de la ganancia en la esfera de la producción. La dimensión predatoria de las finanzas ha dejado huella en la financiarización.

Además, la financiarización representa una transformación histórica específica de las economías capitalistas. Las finanzas y el resto de la economía interactúan a través de un conjunto complejo de estructuras institucionales que, a menudo, reflejan factores históricos, políticos, tradicionales, e incluso culturales. Una fuente de dificultad importante en el análisis de la financiarización radica en identificar las mediaciones necesarias en cada contexto histórico particular. La financiarización no se presta fácilmente a la teorización abstracta, porque representa un cambio de época que descansa en fenómenos financieros inherentes a cada estructura institucional. Como consecuencia, el enfoque teórico de este libro se centra en las tendencias fundamentales que definen la financiarización a nivel de las empresas no financieras, las empresas financieras y los hogares. Posteriormente, se considera concretamente cómo estas tendencias se han evitado a través de las peculiaridades históricas e institucionales de los principales países capitalistas. La financiarización carece por naturaleza de una forma homogénea válida en todo el mundo; antes bien varía entre los distintos países maduros como se muestra con las referencias a lo largo del libro a EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido. Además, la financiarización también varía entre los países desarrollados y los países en vías de desarrollo, en los que toma una forma subordinada.

Existen similitudes, pero también diferencias, entre la financiarización y la primera oleada de ascenso de las finanzas en el capitalismo avanzado, que tuvo lugar entre finales del siglo XIX y principios del siglo XX. Tanto Hilferding como Lenin situaron el origen de las transformaciones históricas del capitalismo de su época en las interacciones fundamentales que se producían en el seno del proceso de acumulación capitalista. Hilferding asoció la transformación con la expansión del capital financiero, una amalgama de capital industrial y bancario que se generó porque las corporaciones monopolísticas dependían cada vez más de los bancos para financiar la inversión. El capital financiero «organiza» la economía para satisfacer sus propios intereses, lo que tiene como resultado la formación de zonas de comercio exclusivo y la exportación de capital en dinero. Consecuentemente, trata de establecer imperios territoriales movilizando el apoyo político y militar del Estado. Lenin adoptó el análisis de Hilferding, añadió a los «rentistas parasitarios» y un mayor énfasis en los monopolios y, con todo, produjo una teoría marxista definitiva del imperialismo en el siglo XX. Los diagnósticos y conclusiones de Hilferding y Lenin no encajan fácilmente con el actual periodo de ascenso de las finanzas. Sin embargo, su aproximación analítica y metodológica es vital para examinar teóricamente la financiarización.

Tendencias y forma

Hay tres tendencias subyacentes que caracterizan a la financiarización, tal y como se menciona en los capítulos 1 y 2, y que se analizan con mayor profundidad en los capítulos 7 y 8. En primer lugar, aunque la tendencia al monopolio sigue siendo un rasgo característico de las economías contemporáneas maduras, tanto en términos de comercio como de inversión directa extranjera, los capitales monopolistas se han «financiarizado»[72]. Las grandes empresas multinacionales son por lo general capaces de financiar el grueso de su inversión sin depender demasiado de los bancos, en tanto lo hacen con las ganancias no distribuidas. Cuando necesitan financiación externa pueden conseguir volúmenes significativos en los mercados financieros abiertos, de forma relativamente independiente a los bancos. Incluso cuando la masa salarial es grande, las empresas no financieras se financian a menudo a través de la emisión de papel comercial en los mercados abiertos. Las sucesivas oleadas de adquisiciones han hecho, además, que las empresas hayan participado cada vez más en el comercio de bonos y acciones en los mercados bursátiles; de este modo, han desarrollado competencias en las operaciones financieras independientes y para el comercio.

En segundo lugar, los bancos se han reestructurado, lo que refleja en parte la alteración de la conducta de las empresas no financieras. Concretamente, los bancos se han pasado a la mediación en los mercados abiertos para aumentar sus tarifas y conseguir comisiones y beneficios a partir del comercio. También han obtenido ganancias mediante el crédito y la gestión de los ahorros y los activos financieros de los particulares (y en general de los hogares). La transformación de los bancos ha ido en consonancia con el enorme crecimiento de los mercados financieros abiertos de las últimas décadas, impulsado por la legislación estatal. El capital bancario se ha beneficiado de las sucesivas oleadas de fusiones y adquisiciones entre las empresas no financieras, de la canalización de los ahorros privados hacia los mercados bursátiles a instancias del Estado y del desmantelamiento de los controles de los tipos de interés y de los flujos de capital, que ha promovido el crecimiento de los mercados financieros.

En tercer lugar, quizás el aspecto más llamativo del periodo reciente ha sido la financiarización de la renta personal de los trabajadores y de los hogares de cualquier clase social[73]. Este fenómeno tiene que ver

---

[72] Sobre el papel de las multinacionales en la inversión directa extranjera y el comercio véase, por ejemplo, Carlos Morera Camacho y Jose Antonio Rojas Nieto, «The Globalisation of Financial Capital, 1997-2008», RMF Discussion Paper, núm. 6, 2009.

[73] Los trabajadores y los hogares no son, por supuesto, la misma categoría. Sin embargo, ambos términos indican agentes económicos que están asociados con el capital pero cuyos ingresos también tienen aspectos no capitalistas. La disponibilidad de los datos de los flujos de fondos ha permitido el análisis empírico en los capítulos posteriores del libro.

tanto con el aumento de la deuda (en hipotecas, consumo general, educación o sanidad) como con la expansión de la tenencia de activos financieros (pensiones, seguros, fondos del mercado monetario). La financiarización de los hogares está asociada a la creciente desigualdad, pero también a la retirada de las provisiones públicas de un amplio abanico de servicios como la vivienda, las pensiones, la educación, la sanidad, el transporte, etcétera. En este contexto, el consumo de los trabajadores y otros individuos ha pasado a estar cada vez más privatizado y mediado por el sistema financiero. Los bancos y otras instituciones financieras han facilitado el consumo de los hogares, pero también han canalizado los ahorros hacia los mercados financieros, y han extraído de este modo ganancias financieras[74].

Cabe señalar que las relaciones entre los bancos y los hogares son cualitativamente distintas de las relaciones entre los bancos y los capitalistas industriales. Las transacciones financieras entre los bancos y los hogares no se relacionan directamente con la generación de ganancias (plusvalía) en la esfera de la producción. En términos generales, los trabajadores buscan financiación para adquirir valores de uso; en cambio, las instituciones financieras y los capitalistas industriales realizan transacciones financieras con el objetivo de extraer ganancias. Además, los trabajadores normalmente tienen desventaja en comparación con los bancos en lo que respecta a la información y el poder. De este modo, la extracción sistemática de ganancias financieras a partir de los ingresos de los trabajadores, y otros estratos sociales, constituye un nuevo conjunto de relaciones denominadas con el concepto de expropiación financiera[75]. En los siguientes capítulos, se demuestra que la expropiación financiera es un rasgo característico de la financiarización, que representa el fortalecimiento de la actitud predatoria de las finanzas respecto a la economía y la sociedad.

Las tres tendencias subyacentes de la financiarización han surgido dentro del contexto histórico y político del neoliberalismo, que incluye la liberalización financiera y la desregulación del mercado de trabajo. Además, los rasgos fundamentales de la financiarización se han visto condicionados por las especificidades históricas e institucionales de cada país, lo cual refleja el cambio en el equilibrio de fuerzas de clase, entre capital y trabajo. La financiarización ha sido, pues, distinta según el país y el momento. Por

---

[74] Un análisis marxista innovador de la crisis de los años 2000 que tiene pleno conocimiento de la importancia independiente de las finanzas ha sido postulado por Photis Lysandrou y se centra en los fondos de cobertura como *pools* de riqueza de los ricos. Para Lysandrou, la generación de ganancias a través de la titulización de valores se deriva de las relaciones generalizadas de explotación que prevalecen en los mercados contemporáneos. Sin embargo, la naturaleza de estas relaciones está poco clara en su trabajo. Photis Lysandrou, «Global Inequality, Wealth Concentration and the Subprime Crisis: A Marxian Commodity Analysis», *Development and Change,* núm. 42:1, 2011.

[75] Véase C. Lapavitsas, «Financialised Capitalism», cit.

esta razón, el objetivo del análisis teórico no puede ser la producción de un modelo abstracto válido en general, sino más bien la especificación de sus tendencias subyacentes y la determinación de la forma y el contenido específico que adquiere en diferentes contextos.

No está de más insistir que la variación histórica e institucional es un rasgo necesario de la financiarización. La primera oleada de ascenso de las finanzas a finales del siglo XIX también estuvo caracterizada por una variación histórica e institucional considerable. *El capital financiero* de Hilferding se centraba en Alemania y Austria y esto traicionó en cierta medida la universalidad de su análisis, ya que ambos países basaban sus prácticas financieras en la banca. Por el contrario, *El imperialismo* de Lenin destacó que el capital financiero adquiría una forma distinta en función de la estructura económica, del sistema político y de los mecanismos institucionales de cada país. El imperialismo era significativamente distinto entre, por ejemplo, Alemania y Francia.

En los capítulos 7, 8 y 9 se establece que la financiarización es diferente en cada uno de los países avanzados, tal y como se demuestra con los casos de EEUU, Japón, Alemania y el Reino Unido. Las empresas no financieras, en general, han pasado a depender menos de los bancos, pero hay importantes diferencias en las prácticas financieras de, por un lado, EEUU y Reino Unido y, por otro, de las empresas japonesas y alemanas. Por otro lado, los bancos de estos cuatro países han pasado de dar crédito para la realización de actividades productivas a darlo a otras empresas financieras y a los hogares. Sin embargo, siguen existiendo diferencias que a menudo toman una forma inesperada. Por ejemplo, los bancos alemanes tienen una fuerte tendencia a hacer transacciones con otras instituciones financieras. Por último, los hogares exhiben un tendencia general a mover los ahorros de los depósitos bancarios hacia otros activos financieros susceptibles de ser comercializados en los mercados abiertos, incluidos los fondos de pensiones y las acciones. También cabe destacar que el aumento del endeudamiento de los hogares está por lo general relacionado con la vivienda, aunque la práctica en cada lugar puede ser también muy distinta, como ocurre con el endeudamiento relativamente bajo de los hogares alemanes.

En este sentido, hay paralelismos entre el análisis de la financiarización y el debate de largo recorrido sobre la importancia en el transcurso del desarrollo capitalista de los sistemas financieros basados en la banca frente a los basados en el mercado (o los sistemas alemán y japonés frente a los sistemas británico y norteamericano)[76]. John Zysman aporta un nuevo enfoque a

[76] Esto está históricamente asociado a Alexander Gerschenkron, *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 1962. Para una aproximación de la corriente dominante más reciente, véase Franklin Allen y Douglas Gale, *Comparing Financial Systems*, Cambridge (MA), MIT Press, 2000.

este debate, enmarcado dentro de la teoría política, a través del análisis de la interacción entre el gobierno y los mercados en el contexto del desarrollo industrial en Japón[77]. Muy relacionada con esto está también la influyente descripción que hace Michel Albert del capitalismo renano, que se articula en torno a los bancos, en contraste con el capitalismo anglosajón, que se articula en torno a los mercados bursátiles[78]. El supuesto implícito o explícito de gran parte de estos trabajos es que las finanzas desempeñan un papel central —si no el principal— en la determinación del contenido y la forma de la economía capitalista. De este modo, la financiación basada en la banca permite una mayor intervención sostenida del Estado, da cabida a la planificación de la inversión a largo plazo y puede también permitir una mayor solidaridad social. Sin embargo, la percepción general es que la financiación basada en el mercado ha ido en aumento a lo largo de las últimas dos décadas, a pesar de sus puntos débiles[79].

También hay algunos paralelismos con el enfoque de las «variantes del capitalismo», llamado así por el trascendental libro de Peter Hall y David Soskice, que propone la diferenciación entre «economías liberales de mercado», representadas por EEUU y Reino Unido, y las «economías coordinadas de mercado», representadas por Alemania[80]. La distinción se basa en la relación entre las empresas y el sistema financiero: las primeras se caracterizan por la financiación a corto plazo que depende de mercados abiertos; las segundas, en cambio, por la financiación a largo plazo que depende de los bancos. Según estos autores, los incentivos y las restricciones de las empresas se definen a través de cuatro dominios institucionales: los sistemas financieros y la gobernanza no financiera, las relaciones industriales, los sistemas educativos y de formación, y el sistema interempresarial[81]. En esta línea, Bruno Amable ha sugerido una clasificación del capitalismo

[77] John Zysman, *Governments, Markets and Growth*, Ithaca, Cornell University Press, 1983. Es importante señalar que la idea de que Japón posee un tipo particular (basado en la banca) de sistema financiero que lo hace distinto del resto de países capitalistas desarrollados no ha surgido de dentro del país sino de fuera. De hecho, el término «banca principal» que presuntamente caracteriza la estrecha relación entre los bancos y la industria, no existe en japonés; en la práctica se trata de una transcripción del inglés.

[78] Michel Albert, *Capitalism vs. Capitalism*, Nueva York, Four Walls Eight Windows, 1993.

[79] Ronald Dore cree que el crecimiento de las finanzas basadas en el mercado características de la financiarización es en parte debido al dominio de la ideología del valor accionarial. R. Dore, «Financialization of the Global Economy», *Industrial and Corporate Change,* núm. 17:6, 2008, pp. 1097-1112.

[80] Peter A. Hall y David Soskice (eds), *Varieties of Capitalism*, Oxford, Oxford University Press, 2001. La afinidad entre la financiarización y las «variedades del capitalismo» ha sido señalada por Engelen, Konings y Fernández, quienes han sugerido que las dos aproximaciones deben ser combinadas; Martijn Konings, Engelen Ewald y Rodrigo Fernandez, «Geographies of Financialization in Disarray: The Dutch Case in Comparative Perspective», *Economic Geography,* núm. 86:1, 2010, pp. 53-73.

[81] Gregory Jackson y Richard Deeg, «From Comparing Capitalisms to the Politics of Institutional Change», *Review of International Political Economy,* núm. 15, 2008, pp. 680-709.

en función de la constitución institucional y la localización geográfica[82]. Se han formulado diversas críticas contra los intentos de categorizar el capitalismo de acuerdo con sus rasgos institucionales[83]. Sin embargo, el enfoque sobre las «variantes de capitalismo» sigue siendo relevante para el análisis de la financiarización y la determinación de las cuestiones empíricas que se examinan en los próximos capítulos.

El enfoque marxista adoptado en este libro difiere significativamente tanto de la aproximación que contrapone las finanzas basadas en la banca y las basadas en el mercado, como de la aproximación de «variantes del capitalismo»; destaca en particular el carácter explotador y contradictorio de todas las formas de capitalismo. La financiarización no la llevan a cabo ni las finanzas ni las empresas, sino que surge de las interacciones espontáneas entre las empresas no financieras, los bancos y los hogares. Estas se producen en un contexto institucional específico, influido por las políticas gubernamentales, y resultan en un cambio sistémico que refleja las peculiaridades de cada país. La forma de la economía capitalista varía necesariamente y, a menudo, de un modo relacionado con el sistema financiero. Esta idea es vital para analizar la financiarización y para abrirse camino entre los datos empíricos del resto del libro. La financiarización tiene un carácter sistémico que no obstante refleja las peculiaridades de cada país[84].

El último argumento de este apartado es que la financiarización también varía sistemáticamente entre países desarrollados y países en vías de desarrollo. El imperialismo formal ha pasado a ser prácticamente irrelevante en el capitalismo contemporáneo, pero los países capitalistas maduros han mantenido un papel dominante en la actividad económica de todo el mundo. Al mismo tiempo, el modo de integración de los países en vías de desarrollo en el mercado mundial ha cambiado profundamente en las

---

[82] Bruno Amable, *The Diversity of Modern Capitalism*, Oxford, Oxford University Press, 2003.

[83] La crítica más sostenida ha sido la de Jamie Peck y Nik Theodore («Variegated Capitalism», *Progress in Human Geography,* núm. 31:6, 2007), la cual niega la clasificación bipolar del capitalismo y señala que hay tendencias subyacentes comunes en la reestructuración del capitalismo. Otros han alertado del peligro de poner demasiado énfasis en las fronteras nacionales al sugerir que hay un alcance mucho más amplio para la «hibridización» de las fronteras; véase M. Aoki y Gregory Jackson, «Understanding an Emergent Diversity of Non-Financial Governance and Organizational Architecture», *Industrial and Non-Financial Change,* núm. 17, 2008; y G. Jackson and Richard Deeg, «From Comparing Capitalisms to the Politics of Institutional Change», *Review of International Political Economy,* núm. 15, 2008. Höpner (2005) ha criticado la idea de una complementariedad institucional. Para un recopilatorio de posiciones críticas, véase Bob Hancké, Martin Rhodes, y Mark Thatcher (eds), *Beyond Varieties of Capitalism*, Oxford, Oxford University Press, 2007. Para una crítica marxista, centrada en la ausencia de un análisis de clase en la bibliografía, véase David Coates (ed.), *Varieties of Capitalism, Varieties of Approaches*, Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2005.

[84] Hay una percepción reciente dentro de la geografía económica de que la financiarización varía entre países desarrollados; véase Claude Dupuy, Stéphanie Lavigne, y Dalia Nicet-Chenaf, «Does Geography Still Matter? Evidence on the Portfolio Turnover of Large Equity Investors and Varieties of Capitalism», *Economic Geography,* núm. 81:1, 2010.

últimas décadas. La financiarización en los países en vías de desarrollo está asociada con la liberalización financiera que empezó en los años setenta a través del desmantelamiento de los controles cuantitativos y de precios en los sistemas financieros internos. La liberalización financiera ha adquirido gradualmente nuevos rasgos, entre los que se encuentra la creación de los mercados bursátiles. A finales de los años ochenta, la liberalización financiera se transformó en una estrategia integrada de desarrollo pro-mercado, el Consenso de Washington[85].

Un componente fundamental del Consenso de Washington fue la apertura de las economías internas a los mercados internacionales de capitales, generalmente sobre la base de que los flujos de capital irían de los países ricos a los pobres, promoviendo así el desarrollo. Sin embargo, en los años dos mil ocurrió lo contrario, cuando los países en vías de desarrollo se integraron en los mercados mundiales de capital, tal y como se muestra con detalle en el capítulo 8. Los años de apogeo de la financiarización se han caracterizado por un cambio de dirección de los flujos de capital a medida que los países en vías de desarrollo han acumulado reservas de moneda mundial, mayoritariamente dólares norteamericanos. La acumulación de reservas ha actuado como catalizador del crecimiento de las finanzas internas en los países en vías de desarrollo y ha estimulado el surgimiento de una financiarización de carácter subordinado. La entrada de los bancos extranjeros en los países en vías de desarrollo ha fomentado la evolución de la financiarización subordinada.

Resumidamente, la financiarización de los países en vías de desarrollo ha estado motivada por la apertura de las cuentas de capital, la acumulación de reservas de divisas extranjeras y el establecimiento de bancos extranjeros. De una forma fundamental, ha estado directamente conectada al funcionamiento de la moneda mundial en las últimas décadas, especialmente del dólar norteamericano. Los fundamentos monetarios de la financiarización en los países en vías de desarrollo han determinado su carácter subordinado en relación con la financiarización de los países desarrollados. Sin embargo, los fundamentos monetarios de la financiarización también han sido importantes para los países desarrollados, y especialmente en Europa, como se muestra en el capítulo 9.

---

[85] Para un análisis más detallado del Consenso de Washington desde un punto de vista marxista y heterodoxo, véase Ben Fine, C. Lapavitsas, y Jonathan Pincus (eds), *Development Policy in the Twenty-first Century*, Londres, Routledge, 2001; y C. Lapavitsas y Makoto Noguchi (eds), *Beyond Market-Driven Development: Drawing on the Experience of Asia and Latin America*, Londres, Routledge, 2005.

III
LA PRIMERA OLEADA DE ASCENSO DE LAS FINANZAS: RESPUESTAS TEÓRICAS DEL MARXISMO

La expansión de las finanzas a finales del siglo XIX

La financiarización representa el segundo periodo de ascenso de las finanzas en la historia del capitalismo maduro, el primero abarca desde el último cuarto del siglo XIX hasta los años de entreguerras. Durante ese periodo las enormes corporaciones monopolísticas surgieron como las unidades de producción por excelencia, a menudo organizadas como carteles que operaban en zonas de comercio exclusivo. Además, la exportación de capital y los mercados financieros internacionales crecieron poderosamente, algo que se asocia generalmente con los monopolios bancarios que dominaban las finanzas mundiales. Al mismo tiempo, la preponderancia británica en la esfera productiva —y por ende en el comercio mundial— fue desafiada por Alemania y EEUU. La contrapartida política de estas tendencias económicas subyacentes fue el militarismo y el imperialismo de los principales poderes capitalistas.

La financiarización tiene similitudes claras con el primer periodo del ascenso de las finanzas[1]. Las empresas multinacionales dominan la

[1] Las similitudes entre los dos periodos, particularmente en lo que se refiere a la cuestión del imperialismo pueden ser consideradas a través de los debates sobre la globalización. Se pueden encontrar paralelismos entre los dos periodos, claros y fundamentados empíricamente, en Paul Bairoch, *Economics and World History*, Harvester Wheatsheaf, 1993; y P. Bairoch y Richard Kozul-Wright, «Globalization Myths: Some Historical Reflections on Integration, Industrialization and Growth in the World Economy», *UNCTAD Discussion Papers*, núm. 113, marzo de 1996. Los aspectos políticos y económicos de las relaciones post-imperiales en los países en vías de desarrollo han sido analizados por David Becker *et al.*, *Postimperialism: International Capitalism and Development in the Late Twentieth Century,* Boulder, Rienner Publishers, 1987; D. Becker y Richard Sklar, *Postimperialism and World Politics,* Londres, Praeger, 1999; David Fieldhouse, *The West and the Third World,* Oxford, Blackwell, 1999; Ankie Hoogvelt, *Globalisation and the Postcolonial World,* Palgrave, 2001. Leslie Sklair ha postulado una teoría de la clase capitalista transnacional que se corresponde con la globalización del capital *(Capitalism and Its Alternatives*, Oxford, Oxford University Press, 2002; *The Transnational Capitalist Class,* Oxford, Blackwell, 2001). Leo Panitch y Sam Gandin han desarrollado desde una perspectiva marxista la visión de que la globalización y el ascenso de las finanzas mundiales han sido dirigidas por el Estado y el capital norteamericanos; el imperialismo norteamericano en la era moderna ha supuesto la remodelación de los otros Estados de acuerdo a los dictados de la globalización y las finanzas en ascenso; véase «American Imperialism and EuroCapitalism», *Studies in Political Economy,* núm. 71/72, 2003; *Global Capitalism and American Empire*, Londres, Merlin Press, 2004; «The Current Crisis: A Socialist Perspective», *Studies in Political Economy,* núm. 83, 2009; *The Making of Global Capitalism,* Londres, Verso, 2012.

actividad económica mundial, los bancos mundiales desempeñan un papel de liderazgo en las finanzas internacionales, las exportaciones de capital han crecido sustancialmente y un cierto tipo de imperialismo político y militar se ha reafirmado, liderado por EEUU pero desafiado por otros poderes. Sin embargo, hay diferencias significativas entre los dos periodos. La financiarización no ha dado lugar a zonas de comercio exclusivas asociadas con imperios territoriales y los bancos no dominan el panorama por encima de las empresas no financieras. Sin embargo, ha habido mucha interpenetración entre el ámbito de las finanzas y la esfera de la producción, las relaciones financieras han proliferado en la vida económica de los trabajadores y los hogares en general.

El primer periodo de ascenso y consolidación de las finanzas condujo a un debate intenso entre los teóricos marxistas, que se resume brevemente en el resto de este capítulo. La contribución más destacada fue la de *El capital financiero,* de Rudolf Hilferding, que es también el punto natural de partida de un análisis marxista de la financiarización y de una teoría marxista de las finanzas. Las conclusiones de Hilferding, hace más de un siglo, no se aplican directamente a las condiciones del capitalismo financiarizado; pero las cuestiones que planteó, los conceptos teóricos que postuló y las conexiones que realizó entre los fenómenos económicos, sociales y políticos de aquellos días son de un valor incalculable para el análisis de la financiarización.

Hilferding situó las causas de la gran transformación de su tiempo en las relaciones subyacentes de la acumulación, y no en el estancamiento de la producción, el cambio institucional o las decisiones políticas. Su argumento fundamental, discutido con profundidad en las próximas secciones del capítulo, fue que la inversión de los monopolios desarrolla una fuerte dependencia del crédito bancario a medida que el tamaño de la producción capitalista aumenta. El resultado es, así, una relación estrecha entre bancos e industria que con el tiempo conduce a la aparición del capital financiero. Hilferding tenía pleno conocimiento de las implicaciones organizativas de este desarrollo, que hoy en día podríamos llamar «gobernanza corporativa». Se supone que el capital financiero radica en los densos vínculos existentes entre las finanzas y la industria, a través de nombramientos cruzados, intercambios de información y toma de decisiones conjuntas. Cabe señalar que Hilferding ignoró en buena medida la presunta oposición entre los industriales «activos» y los financieros «ociosos». No había ningún indicio de que los rentistas impusieran sus intereses a los capitalistas industriales y disminuyeran las tasas de inversión o crecimiento. En su lugar, el capital financiero era considerado como una amalgama de capital bancario e industrial, por eso el capital industrial se interesaba directamente por la rentabilidad de las operaciones financieras.

Hilferding identificó también una nueva forma de ganancia para la clase capitalista tras el surgimiento del capital financiero. En los mercados bursátiles, los beneficios futuros se descuentan al tipo de interés, pero el capital que se acaba invirtiendo en la producción o el comercio remunera la tasa de ganancia. Dado que la tasa de interés tiende a ser menor que la tasa de ganancia, el precio pagado por las acciones excede al capital que se invierte, siempre y cuando los rendimientos esperados sean traducidos en valor actual neto. La diferencia entre ambos es la «ganancia de fundador», que acumulan los emisores de las acciones. Los bancos también obtienen parte de la «ganancia de fundador» en tanto banca de inversión. El concepto de Hilferding de «ganancia de fundador» es aún útil para analizar las ganancias financieras contemporáneas, incluidas las ganancias del capital, como se muestra en el capítulo 6.

Lenin construyó el núcleo teórico de su análisis del imperialismo tomando prestado el concepto de capital financiero de Hilferding. Puso mayor énfasis que este en la tendencia al monopolio de los capitales industriales y bancarios, aunque Hilferding también era plenamente consciente de ello. La principal innovación teórica de Lenin fue la introducción de los rentistas como un grupo social importante dentro de la clase capitalista en el periodo del imperialismo. Esta noción, que Lenin tomó prestada de Hobson, un radical británico que no era marxista, es ciertamente poderosa pero podría también crear una considerable confusión en el análisis de las finanzas, tal y como se muestra en algunos apartados de este capítulo y en los siguientes. Además, Lenin destacó también la importancia del reparto del mundo entre los países dominados por el capital financiero, y por tanto tendentes a la rivalidad imperialista y a la guerra. Finalmente, Lenin se alejó de la visión de Hilferding sobre el papel «organizador» del capital financiero como posible remedio a la tendencia a la crisis de la economía capitalista.

Ni Hilferding ni Lenin trataban de explicar el ascenso y la consolidación de las finanzas como el resultado de la huida del capital hacia la esfera de la circulación a la búsqueda de ganancias financieras especulativas. Después de todo, Hilferding y Lenin —como de hecho la mayoría de los marxistas más destacados de su tiempo— trataron las crisis como un fenómeno complejo y polifacético, que no podía reducirse a una simple teoría sobre la tendencia decreciente de la tasa de ganancia. A los marxistas clásicos les habría resultado extraña la noción de que el estado normal de la producción capitalista es el mal funcionamiento a causa de la persistencia de una excesiva composición orgánica del capital o incluso de la incapacidad para «absorber el excedente». Tanto Hilferding como Lenin se habrían sorprendido, además, de la idea de que el ascenso de las finanzas representara el ocaso del poder hegemónico capitalista. Al contrario, Alemania, el país paradigmático del capital financiero, es el poder imperial emergente

y representaba también la vanguardia del capitalismo avanzado. Es verdad que Lenin consideraba el imperialismo como «parasitario» y «decadente», pero esto hacía referencia al modo de producción en general y no a la esfera de producción de los países en los que el capital financiero estaba en su momento más fuerte.

El resto del capítulo discute los conceptos y las conclusiones teóricas que se derivan de los debates marxistas clásicos en el primer periodo de ascenso de las finanzas con el fin de desarrollar el análisis teórico de la financiarización. Centra la atención, naturalmente, en el trabajo de Hilferding, pero Lenin y algunos de los principales marxistas teóricos también se consideran con cierto detalle.

El contexto intelectual y político del análisis de la transformación capitalista de Hilferding

Rudolf Hilferding perteneció a la notable generación austro-húngara que adoptó y dio forma al marxismo a finales del siglo XIX. Entró en la Universidad de Viena en 1894 para estudiar medicina, pero en la práctica estudió economía política, para entrar de lleno en el debate con la economía neoclasica austriaca. En 1896 el importante teórico Eugen Böhm-Bawerk publicó *La conclusión del sistema marxiano (Karl Marx and the Close of his System),* en el que reclamaba haber encontrado una inconsistencia irrecusable entre el primer y el tercer volumen de *El capital* de Marx[2]. Mientras que en el primer volumen Marx asume que los bienes se intercambian por su valor —en línea con su teoría del valor como trabajo humano abstracto—, en el tercero asume que los bienes son intercambiados al precio de producción, que es distinto del valor. Este es, por supuesto, el conocido problema de la «transformación» de los valores en precios del que Marx era plenamente consciente. Según Böhm-Bawerk, la importancia de esta contradicción aparente en el trabajo de Marx es que muestra que la teoría del valor-trabajo es inferior a la teoría neoclásica del valor subjetivo. En este sentido, se considera que la teoría de Marx de la explotación de los trabajadores en la producción es incoherente.

Hilferding respondió con un ensayo donde destacó la base social del intercambio de bienes, una cuestión generalmente ignorada por la teoría neoclásica. Según Hilferding, la teoría del valor de Marx trata de capturar los fundamentos sociales e históricos del intercambio de bienes, en lugar de explicar simplemente los precios relativos de los bienes. En cambio, la teoría del valor subjetivo se centra en las preferencias psicológicas de los

[2] P. M. Sweezy (ed.), *Karl Marx and the Close of His System,* Nueva York, A. M. Kelley, 1949.

individuos y no abarca los factores sociales constituyentes de la actividad económica. La teoría del valor de Marx es, sin embargo, un instrumento potente que trata de ilustrar la sociedad en su conjunto, en vez de proporcionar simplemente los fundamentos de una teoría de los precios.

Hilferding envió su ensayo a *Die Neue Zeit*, editado por Karl Kautsky en Alemania, quien pese a quedar impresionado por la calidad de su trabajo lo acabó por rechazar. Al final fue publicado en Viena en 1904 bajo el título *Böhm-Bawerk's Marx Kritik,* su impacto fue inmediato[3]. Por aquel entonces, Böhm-Bawerk era profesor en Viena y en 1905 inició un célebre seminario, que pronto pasaría a ser un foro de debate entre las jóvenes promesas de la economía neoclásica y el marxismo austriaco. El participante más famoso fue Joseph Schumpeter, pero entre los miembros del grupo estaba también Ludwig von Mises. Entre los marxistas, Otto Bauer tuvo una presencia importante y fue probablemente quien invitó a Hilferding a participar en los debates, gracias a lo cual estableció una relación duradera con Schumpeter[4].

El gran impacto y trascendencia que tuvo la réplica de Hilferding a Böhm-Bawerk solo se entiende en el contexto del debate «revisionista» dentro del Partido Socialdemócrata de Alemania (SPD). En 1899, Eduard Bernstein publicó *Socialismo evolucionista*, donde rechazaba la perspectiva de una transición revolucionaria al socialismo. Bernstein fue muy influyente dentro de la Socialdemocracia, en parte por su relación personal con Marx y Engels. En su libro, se declaró incapaz de «creer en el fin último del socialismo» y enfatizó la transformación «paso a paso» de la sociedad hacia la «democracia real»[5].

Para los líderes de la Socialdemocracia alemana, que se habían criado con la política revolucionaria de Marx y Engels, los argumentos de Bernstein resultaban inaceptables. Rosa Luxemburgo atacó a Bernstein en sus textos y empezó a rodearse de la izquierda revolucionaria de la Socialdemocracia[6]. Su crítica también forzó a Kautsky a rechazar el revisionismo de Bernstein y dio forma gradualmente a un centro kautskiano dentro de la Socialdemocracia, que defendió la idea de una transición revolucionaria al socialismo y marcó la pauta de la ortodoxia marxista dentro de la Segunda Internacional. El centro recibió de buen grado la fuerte defensa de Hilferding a la economía de Marx, y en particular su teoría del

[3] Ibídem.
[4] Minoru Kurata, *Wakaki Hirufadingu (The Young Hilferding),* Mitaka, Okashobo, 1984, pp. 88-90.
[5] Eduard Bernstein, *Evolutionary Socialism,* Nueva York, Schocken, 1961, p. xxii [ed. cast.: *El socialismo evolucionista,* Comares, 2011].
[6] Rosa Luxemburg, «Reform or Revolution», en *Rosa Luxemburg Speaks*, Nueva York, Pathfinder Press, 1970 [ed. cast.: *Reforma o revolución,* Madrid, Akal, 2007].

valor, mientras que Bernstein la rechazó sin pensárselo dos veces[7]. Kautsky animó a Hilferding a escribir para *Die Neue Zeit* y con el tiempo lo persuadió de mudarse a Berlín en 1906.

En Berlín, Hilferding enseñó economía política en la Escuela del Partido durante un corto periodo de tiempo, pero no pudo mantener el cargo dado que no tenía la ciudadanía alemana, siendo reemplazado por Rosa Luxemburgo. Asumió entonces las responsabilidades editoriales de *Vorwärts* —el principal periódico del partido—, y mantuvo el cargo hasta 1914. Durante este periodo, escribió *El capital financiero*, que fue publicado en 1910, aunque ya en 1906 estaba casi terminado. El libro tuvo inmediatamente un gran éxito por las razones que se discuten en el resto de este capítulo. *El capital financiero* apareció en inglés en 1981, setenta y un años más tarde de que se publicara el original en alemán. Durante alrededor de tres cuartos de siglo, el trabajo clave de la economía marxista solo fue conocido por los marxistas anglosajones por su impacto en *El imperialismo,* de Lenin. Sin embargo, las cosas han cambiado de forma drástica desde 1981, y el clásico de Hilferding es ahora muy leído y citado en inglés, incluso dentro de la economía dominante[8].

Tras la publicación del libro, Hilferding pasó a ser el principal economista de la Segunda Internacional. Su amplia perspectiva teórica tomó su forma definitiva durante este periodo, lo que se reflejó en varias publicaciones de *Die Neue Zeit*, que incluyen ensayos sobre la cuestión de la huelga de masas y sobre el imperialismo[9]. Hilferding veía el marxismo como un esfuerzo científico racional que establece las leyes del movimiento del capitalismo y proporciona una teoría superior de la sociedad. Las conclusiones políticas deben estar basadas en la investigación científica que busca demostrar cómo el capitalismo sienta las bases para el socialismo a través de un proceso de creciente «socialización» de la economía; la posible llegada del socialismo depende de la revolución de la clase trabajadora. Los elementos de esta aproximación se pueden encontrar a lo largo de *El capital financiero*.

Durante la Primera Guerra Mundial, Hilferding se posicionó en contra de la guerra por principio, a diferencia de gran parte de la Socialdemocracia alemana, incluyendo a Kautsky. Volvió del frente a Berlín en 1918 pero mantuvo las distancias con los socialdemócratas, incluso con Rosa Luxemburgo y su grupo. Sin embargo, en 1922 volvió a unirse al SPD y se convirtió en

---

[7] F. Peter Wagner, *Rudolf Hilferding: Theory and Politics of Democratic Socialism,* Atlantic Highlands (NJ), Humanities Press, 1996, pp. 38-39.

[8] Por ejemplo, Steven Horwitz, «Complementary Non-Quantity Theory Approaches to Money», *History of Political Economy*, núm. 26:2, 1994; y Ames A. Gherity, «The Evolution of Adam Smith's Theory of Banking», *History of Political Economy*, núm. 26:3, 1994.

[9] F. P. Wagner, *Rudolf Hilferding*, cit., cap. 3, 4.

un fiel partidario de la República de Weimar. Como Keynes predijo en *Las consecuencias económicas de la paz*, Alemania hizo frente a un continuo de problemas económicos, que en gran parte eran el resultado de las escandalosas reparaciones impuestas por el Tratado de Versalles. Hilferding sirvió dos veces como ministro de Finanzas —en 1923 y en 1928-1929—, cuando Alemania luchaba para superar las secuelas de la guerra.

Las actividades de Hilferding durante el periodo de Weimar se basaron en el concepto de «capitalismo organizado», que desarrolló en distintas publicaciones políticas del partido. Los fundamentos teóricos se pueden encontrar en *El capital financiero* e incluyen la noción de que la «socialización» avanza inexorablemente bajo el capitalismo y sienta las bases para la organización racional de la economía y la sociedad. Sorprende especialmente en esta conexión su observación de que la economía alemana podría ser sometida a control público mediante la adquisición de los «seis grandes bancos de Berlín»[10]. De todos modos, Hilferding formuló el concepto propiamente dicho de «capitalismo organizado» en los años veinte, mucho tiempo después de terminar *El capital financiero*[11].

El «capitalismo organizado» asume que la centralización del capital lleva a la formación de carteles gigantes que eliminan la competencia. La centralización también tiene lugar entre los bancos, donde de igual manera acaba con la competencia y previene las oscilaciones repentinas del crédito. Los bancos y la industria forman una gigantesca amalgama de capital financiero que puede planificar sus actividades —reduciendo la anarquía de la economía capitalista— y junto al Estado previene el surgimiento de las clásicas crisis capitalistas. De este modo, la estabilidad económica puede, en general, prevalecer si se eliminan las perturbaciones de la guerra, como por ejemplo las reparaciones. En este contexto, los socialistas tenían que luchar por una mayor democracia y por la reforma económica en vez de luchar por el cambio revolucionario. Merece la pena señalar que el punto de vista de Hilferding contrasta con el que desarrolló Bujarin en *La economía mundial y el imperialismo*. A pesar de proponer un noción todavía más firme de los Estados nación «organizados» que compiten en el mercado mundial, Bujarin tuvo la precaución de argumentar que la estabilidad económica y política no podía ser duradera en la economía capitalista.

La crisis de los años treinta llevó a Hitler al poder y Hilferding se vio forzado a huir; los Nazis lo veían como uno de los judíos que personificaba el fracaso de Weimar. Después de la caída de Francia, el régimen de Vichy lo entregó a la Gestapo en febrero de 1941, murió a los pocos

---

[10] R. Hilferding, *Finance Capital,* Londres, Routledge & Kegan Paul, 1981, p. 368 [ed. cast.: *El capital financiero*, Madrid, Tecnos, 1985].
[11] F. P. Wagner, *R. Hilferding*, cit., cap. 5.

días, probablemente suicidándose. Murió como un hombre destrozado — solitario, desilusionado y fracasado en política. Su legado, sin embargo, perdura en *El capital financiero*, un trabajo pionero que continúa arrojando luz sobre el funcionamiento interno del capitalismo.

La estructura del análisis teórico de Hilferding

El objetivo de *El capital financiero* era mostrar que el capitalismo había experimentado una transformación fundamental asociada a la expansión de las finanzas entre finales del siglo XIX y principios del XX. El término «capital financiero» expresa el sentido de un cambio histórico, a la vez que permanece arraigado al análisis de *El capital* de Marx. El libro de Hilferding trató de capturar este presunto cambio en términos teóricos volviendo sobre los principios básicos. Con este propósito, el libro comprende cinco partes analíticas: i) dinero y crédito, ii) la movilización del capital; el capital ficticio, iii) el capital financiero y la limitación de la libre competencia; iv) el capital financiero y las crisis; y v) la política económica del capital financiero.

El orden del análisis teórico de Hilferding es ciertamente coherente, dado que va de categorías económicas muy abstractas a cuestiones más concretas sobre las crisis y la política económica. Este orden es en sí mismo una guía para analizar la financiarización contemporánea, pero también es vital darse cuenta de que la estructura del libro de Hilferding contiene saltos y omisiones[12]. La omisión más importante tiene que ver con el análisis de la producción, los procesos de trabajo y el mercado laboral. Estos aspectos fundamentales de la economía capitalista no se discuten en el libro de Hilferding, con la insignificante excepción del penúltimo capítulo sobre «el conflicto por el contrato laboral».

No obstante, se había producido una transformación fundamental del capitalismo, sus raíces se encontraban probablemente en las fuerzas de producción y en el proceso de trabajo. Hilferding no discutió estas cuestiones con profundidad y apenas ofreció evidencia empírica relevante a lo largo de *El capital financiero.* Las razones de su enfoque no están claras pero el resultado es un debilitamiento del análisis global. Por ser más concretos, en lugar de examinar específicamente el desarrollo de la producción en los principales países capitalistas, Hilferding formuló suposiciones generales basadas en el capitalismo alemán, tal como se muestra con más detalle en los siguientes apartados de este capítulo. Desgraciadamente, el rumbo que tomó el capitalismo alemán desde entonces ha resultado mucho más atípico de lo que Hilferding había asumido en un principio.

---

[12] Como fue señalado hace tiempo en M. Takumi, «Hilferding», en K. Suzuki, *Marukusu Keizaigaku Kogi (Discourses in Marxian economics),* Tokio, Seirinshoin-shinsa, 1972.

Además, la exposición de Hilferding da un gran salto, desde las tres primeras partes del libro (en las que se analizan las finanzas volviendo a los principios básicos) a las últimas dos (en las que se analiza las crisis y el imperialismo). En línea con la aproximación dialéctica de Marx en *El capital*, un análisis adecuado de los últimos dos temas requeriría la introducción de nuevos niveles de mediación que justificaran la evolución de las crisis y del capitalismo en general. Las mediaciones estarían relacionadas con la esfera de la producción, pero también con el panorama institucional característico de cada época histórica. Hilferding nos ofrece poco al respecto.

Estas debilidades son muy importantes para el análisis de la financiarización contemporánea. En primer lugar, limitan obviamente la relevancia directa de las conclusiones de Hilferding para la época actual. En segundo lugar, y más importante aun, indican que el análisis de la financiarización debe arraigarse en la esfera de la producción y en el marco institucional de los mercados. El foco teórico en el dinero y las finanzas —por muy fundamental que este sea— nunca plasmará por sí mismo la esencia de la financiarización. La financiarización es un fenómeno complejo que implica cambios tanto en la producción como en la circulación, y no únicamente en las relaciones entre el sistema financiero y la acumulación real. No obstante, la estructura lógica de la teoría de Hilferding es vital para el análisis teórico de la financiarización, tal y como queda claro en los cinco bloques analíticos mencionados previamente. Considerarlos detenidamente nos permitirá establecer una aproximación teórica a la financiarización en el resto de este libro.

La importancia de empezar con una teoría del dinero y del crédito

Hilferding empezó su análisis sobre la base de los principios básicos, es decir, con el desarrollo inicial de una teoría del dinero y después de una teoría del crédito. El orden con el que se aproximó a estas cuestiones está en línea con la discusión de Marx del primer volumen de *El capital* y es también el orden que se adopta en los capítulos 4 y 5 de este libro[13]. Marx propuso una «teoría monetaria del crédito», en términos usados por Schumpeter en *La historia del análisis económico*. La importancia de este enfoque se analiza con detalle en el capítulo 4. Huelga decir que esta se basa en el hecho de que el dinero es una categoría —a priori— más importante que el crédito. Según Marx, se debe establecer la categoría del dinero en la teoría (y en la realidad) para que la categoría de crédito tenga contenido teórico (y real). En este sentido, Marx destacó que las crisis capitalistas implican por lo general que el sistema crediticio quede reducido al sistema

[13] Veáse K. Marx, *Capital,* cit., vol. 1, cap. 1 y 3.

monetario que subyace como la fundamentación del sistema de crédito[14]. La escasez de dinero es un rasgo característico de las crisis crediticias, lo que refleja el carácter primigenio y fundamental del dinero en comparación con el crédito.

El orden analítico es un rasgo distintivo de la teoría marxista del dinero y del crédito, y que la diferencia de las «teorías crediticias del dinero», que presuponen la existencia previa del crédito con la que derivan el concepto de dinero. La *Teoría del desarrollo económico* de Schumpeter es un ejemplo típico de este enfoque sobre el dinero crediticio, adoptado también por gran parte de los estudios sociológicos y antropológicos contemporáneos, como se muestra en el capítulo 4. Básicamente, las «teorías crediticias del dinero» disputan la idea fundamental de que el dinero es un resultado espontáneo del intercambio de bienes y, por ende, se alejan de la economía política clásica, pero también de la economía neoclásica y de la marxista[15].

Aunque Hilferding organizó su análisis del dinero y del crédito de un modo marxista canónico, su teoría del dinero recibió algunas críticas de teóricos marxistas. En *El imperialismo*, Lenin dijo que Hilferding se «equivocaba» pero no explicó el por qué de su observación[16]. Por eso, puede resultar ilustrativo considerar la teoría del dinero de Hilferding con detalle, en primer lugar para determinar lo que tiene de problemática, y en segundo, para identificar los elementos fundamentales de una teoría del dinero necesarios para el análisis de la financiarización, lo que se discute por completo el capítulo 4.

El dinero

Hilferding estableció, en primer lugar, la «necesidad» del dinero al postular dos tipos genéricos de sociedades: aquellas que se organizan de forma consciente, a través de prácticas tradicionales o de la planificación, y aquellas que se organizan inconscientemente, a través del intercambio de

---

[14] Ibídem, cap. 3.

[15] Para continuar la discusión sobre lo que implican estas cuestiones, véase el debate llevado a cabo en los siguientes textos: Ben Fine y C. Lapavitsas, «Markets and Money in Social Science: What Role for Economics?», *Economy and Society,* núm. 29:3, 2000; Viviana Zelizer, «Fine Tuning the Zelizer View», *Economy and Society,* núm. 29:3, 2000; V. Zelizer, «Pasts and Futures of Economics Sociology», *American Behavioral Scientist,* núm. 50:8, 2007; Geoffrey Ingham, «Fundamentals of a Theory of Money: Untangling Fine, Lapavitsas and Zelizer», *Economy and Society,* núm. 30:3, 2001; Geoffrey Ingham, «Further Reflections on the Ontology of Money: Responses to Lapavitsas and Dodd», *Economy and Society,* núm. 35:2, 2006; y C. Lapavitsas, «The Social Relations Of Money as Universal Equivalent: A Response to Ingham», *Economy and Society,* núm. 34:3, 2005.

[16] V. I. Lenin, *Imperialism, the Highest Stage of Capitalism,* en Collected Works, vol. 22, Moscú, Progress Publishers, 1964, p. 195 [ed. cast.: *El imperialismo. Fase superior del capitalismo*, Barcelona, De Barris, 1999].

mercado[17]. El segundo tipo debe poseer algunos medios para validar de forma impersonal el esfuerzo de cada productor; lo que para Hilferding es el aspecto definitorio del dinero. Encontramos sin duda un apoyo claro a este argumento en la discusión general del dinero que hace Marx en los *Grundrisse*, como se muestra en el capítulo 4. Sin embargo, el argumento de Hilferding tiene poca relación con la visión de Marx del dinero como forma independiente de valor (el equivalente general), derivada a partir del análisis de la naturaleza contradictoria de los bienes y la forma de valor[18]. Su teoría de la necesidad del dinero es abstracta, y no ofrece una relación integral entre el valor de los bienes y el dinero.

No obstante, el análisis de Hilferding sobre la circulación del dinero y las formas del dinero tiene algunos puntos fuertes. Siguiendo a Marx, Hilferding estableció los principios de la determinación de la cantidad de dinero requerida en la circulación[19]. Diferenció entre el dinero como mercancía y el dinero fiduciario, asociando este último con la función del dinero como medio de cambio. Su análisis del dinero fiduciario tiene encaje marxista, dado que la emisión excesiva de este tipo de dinero llevaría a la inflación. Por último, sus textos estaban caracterizados por una tendencia subyacente a tratar el oro como un aspecto indispensable del sistema monetario capitalista.

Hilferding también tuvo cuidado a la hora de distinguir entre dinero fiduciario y dinero crediticio, y asoció este último con la función del dinero como medio de pago[20]. De nuevo siguiendo a Marx, argumentó que el dinero crediticio surge en las transacciones de crédito entre capitalistas, lo cual da lugar a instrumentos privados de deuda o a letras de cambio. Posteriormente, cuando Hilferding analizó la función del dinero como medio de atesoramiento, mejoró de hecho la versión previa de Marx[21]. Al reunir los comentarios de Marx esbozados a lo largo de los tres volúmenes de *El capital*, Hilferding postuló una teoría sistemática de la formación de reservas de dinero en el curso de la circulación del capital industrial. La idea fundamental que ofreció —de nuevo originada en Marx— fue que los bancos movilizan las reservas de dinero para anticiparlas como crédito.

---

[17] R. Hilferding, *Finance Capital*, cit., cap. 1.

[18] Véase K. Marx, *A Contribution to the Critique of Political Economy,* Moscú, Progress Published, 1970, pp. 42-46 [ed. cast.: *Contribución a la crítica de la economía política*, Madrid, Siglo XXI]; K. Marx, *Grundrisse,* Londres, Penguin/NLR, 1973, pp. 142-145 [ed. cast.: *Elementos fundamentales para la crítica de la economía política (Grundrisse)*, Madrid, Siglo XXI]; K. Marx, *Capital*, cit., vol. 1, cap. 1, sec. 3. Para un análisis marxista reciente de la cuestión, véase C. Lapavitsas, «The Emergence of Money in Commodity Exchange, or Money as Monopolist of the Ability to Buy», *Review of Political Economy,* núm. 17:4, 2005, pp. 549-569.

[19] K. Marx, *Capital,* cit., vol. 1, cap. 3 y R. Hilferding, *Finance Capital*, cit., cap. 2 reciente .

[20] R. Hilferding, *Finance Capital*, cit., cap. 3.

[21] Ibídem, cap. 4.

En definitiva, hay tres aspectos de la discusión sobre el dinero de Hilferding que son importantes para el análisis de la financiarización contemporánea, todos derivados de la teoría del dinero de Marx. En primer lugar y ante todo, Hilferding consideraba que el dinero es la piedra angular de la estructura del crédito y las finanzas. En segundo lugar, diferenció claramente (y teóricamente) entre las principales formas de dinero en el capitalismo avanzado: dinero como mercancía, dinero fiduciario y dinero crediticio. En tercer lugar, situó las fuentes estructurales del crédito en las reservas de dinero, creadas sistemáticamente en las operaciones normales del circuito de capital.

Sin embargo, el tratamiento del dinero de Hilferding, particularmente el de sus formas y sus funciones, también tiene notables deficiencias para el propósito de analizar la financiarización. Hilferding parece asumir implícitamente que el oro es una forma indispensable del dinero para los sistemas monetarios capitalistas avanzados, en este sentido fue un teórico marxista típico de su época. Como consecuencia dejó poco margen para analizar la substitución del oro por dinero crediticio sin valor intrínseco y, de forma más significativa, la gestión consciente del dinero crediticio por parte del Estado a lo largo del siglo XX. Estas dos características del dinero son vitales para comprender la financiarización.

Esta ausencia es, en cierta modo, sorprendente teniendo en cuenta que era un teórico que llegó a creer en el capitalismo «organizado». Si hay algún elemento del capitalismo «organizado» que se ha fortalecido progresivamente a lo largo del siglo XX es precisamente la gestión del dinero crediticio doméstico. El control monopolístico del dinero doméstico por parte de los bancos centrales ha contrarrestado la tendencia hacia la «desorganización» que la financiarización ha traído a su paso, principalmente a través de la desregulación de algunos mercados. La gestión estatal del dinero crediticio doméstico ha sido esencial para la financiarización, particularmente para hacer frente a las crisis que esta ha traído consigo.

La teoría del dinero requerida para el análisis de la financiarización debería tomar el análisis de Marx y Hilferding como punto de partida, pero también debería tratar de desarrollar las ideas de ambos en línea con los profundos cambios monetarios en las décadas transcurridas desde entonces. Por un lado, es importante tener en cuenta la exclusión forzosa del oro de las transacciones nacionales e internacionales, lo cual ha pasado a ser la realidad práctica de la circulación capitalista en el siglo XX. Por otro lado, es necesario analizar la dominación progresiva de los procesos monetarios contemporáneos por parte de las distintas formas de dinero crediticio. El capítulo 4 analiza estos temas, situando el análisis marxista

del dinero dentro del contexto más amplio de la teoría monetaria y prestando particular atención a las siguientes dos cuestiones[22].

En primer lugar, los fundamentos monetarios de la financiarización se han creado por la aparición gradual del dinero doméstico, cuyo monopolio de emisión procede del banco central y está respaldado por los instrumentos de deuda del Estado. Esta forma de dinero de curso legal sin valor intrínseco, que combina aspectos del dinero crediticio y del dinero fiduciario, se apoya en el poder del Estado moderno, principalmente en su habilidad para intervenir en la economía. También es una forma de dinero fuertemente basada en las convenciones, los hábitos y las prácticas legales que sostienen la confianza social e individual en su esencia como dinero[23]. Esta forma de dinero doméstico ha permitido a la clase capitalista manipular los procesos para proteger la extracción de las ganancias, incluidas las de la esfera financiera.

En segundo lugar, los fundamentos monetarios de la financiarización han sido generados por la función internacional del dinero, es decir, por el dinero mundial. Esta es la función más distintiva del dinero discutida por Marx, aunque Hilferding la ignora totalmente. La esencia del argumento de Marx es que, en el ámbito mundial, el aspecto del dinero como mercancía queda restaurado por completo, las formas fiduciarias y crediticias del dinero son marginadas y el oro vuelve a ser dominante[24]. El dinero como mercancía, que es impersonal (y no es nacional), actúa como dinero mundial: como medio internacional de atesoramiento, pago y transferencia de valor.

La visión de Marx del dinero mundial fue desarrollada cuando el oro dominaba las transferencias monetarias internacionales, sin embargo, el libro de Hilferding fue escrito cuando el patrón oro estaba en su momento álgido, poco antes de ser abandonado en 1914. En pocas palabras, durante

---

[22] M. Itoh y C. Lapavitsas, *Political Economy of Money and Finance,* Londres, Macmillan, 1999, cap. 1, 2, 3; C. Lapavitsas, «The Theory of Credit Money: A Structural Analysis», *Science and Society,* núm. 55:3, 1991, pp. 291-322. C. Lapavitsas, «The Banking School and the Monetary Thought of Karl Marx», *Cambridge Journal of Economics,* núm. 18:5, 1994, pp. 447-461; C. Lapavitsas, «Money and the Analysis of Capitalism: The Significance of Commodity Money», *Review of Radical Political Economics,* núm. 32:4, 2000, pp. 631-656; y C. Lapavitsas, «The Emergence of Money in Commodity Exchange».

[23] Hay poca bibliografía marxista sobre esta cuestión. Para encontrar los elementos de una aproximación, aunque desde distintas perspectivas, véase Duncan Foley, «Marx's Theory of Money in Historical Perspective», en Fred Moseley (ed.), *Marx's Theory of Money: Modern Appraisals,* Londres, Palgrave Macmillan, 2004; C. Lapavitsas, «The Classical Adjustment Mechanism of International Balances: Marx's Critique», *Contributions to Political Economy,* núm. 15, 1996; C. Lapavitsas, «Money as Monopolist of the Ability to Buy», en F. Moseley (ed.), *Marx's Theory of Money: Modern Appraisals,* Londres, Palgrave Macmillan, 2004; y C. Lapavitsas, «Power and Trust as Constituents of Money and Credit», *Historical Materialism,* núm. 14:1, 2006.

[24] K. Marx, *Capital*, cit., vol. 1, pp. 240-244.

gran parte de la segunda mitad del siglo XIX, la libra esterlina (libremente convertible al oro) actuó como medio fiable de atesoramiento y de pago internacional. Londres proporcionó facilidades de compensación y facilidades de crédito al resto del mundo; el bono de Londres financiaba el comercio mundial; y las reservas de oro del Banco de Inglaterra fueron la fuente primordial de dinero mundial. Las transferencias de oro entre naciones caracterizaron la dimensión internacional de las crisis económicas; en tanto el acceso al oro dictaba la habilidad de la nación para hacer frente a las presiones externas de la crisis. Es sorprendente que ni Hilferding ni Lenin trataran gran parte de los aspectos puramente monetarios del mercado mundial en sus respectivos análisis del imperialismo.

El papel del dinero mundial es muy diferente bajo las condiciones de la financiarización. El dinero mundial no ha tenido una conexión clara con el oro después del colapso del sistema de Bretton Woods, en 1971-1973. En las presentes condiciones, el dólar estadounidense es la forma de dinero más cercana al dinero mundial; pero el dólar es una moneda de curso legal sin valor intrínseco (en EEUU) que combina aspectos propios del dinero crediticio y del dinero fiduciario. Evidentemente, carece del carácter impersonal del oro y de su valor intrínseco. Como mucho, el dólar es dinero cuasi mundial y, como tal, depende de la confianza y los hábitos del mercado mundial, pero también de la capacidad política y militar de EEUU como poder imperialista dominante. Precisamente este aspecto del dólar es el que ha permitido que se transfiriera valor desde el resto del mundo hacia EEUU, mientras la financiarización extendía sus tentáculos por todo el mundo. El dólar ha brindado un aspecto monetario al imperialismo contemporáneo que estaba ausente en los días de Hilferding y Lenin: ha exacerbado considerablemente las tensiones e inestabilidades del mercado mundial, particularmente en relación con los flujos mundiales de capital prestable.

El crédito

El análisis del crédito de Hilferding tiene una base más firme que su análisis del dinero y revela las verdaderas fortalezas de su teoría. En la estela de la letra y el espíritu de Marx, Hilferding produjo una estratificación analítica de las relaciones de crédito capitalistas de acuerdo con su carácter intrínseco[25]. Esta fundamental ordenación de las relaciones de crédito caracteriza el tratamiento teórico del sistema crediticio que se postula en el capítulo 5 con el propósito de fundamentar el análisis de la financiarización.

Concretamente, Hilferding discutió primero sobre el crédito comercial, que surge espontáneamente entre las empresas capitalistas y toma la

[25] K. Marx, *Capital,* cit., vol. 1, cap. 3; y *Capital*, vol. 3, part 5.

forma de letras de cambio[26]. Esta es la forma más elemental del crédito y no presupone la existencia de instituciones financieras. El elemento innovador del análisis de Hilferding fue la asociación del crédito comercial con el «crédito circulatorio»; asumió que el crédito comercial se anticipaba normalmente con el fin de financiar las necesidades de capital en circulación de las empresas no financieras.

El crédito monetario (o bancario) es una forma más avanzada de crédito que implica el préstamo de dinero y está mediado por las instituciones financieras. Además, los bancos intervienen y centralizan los flujos del crédito comercial, sustituyendo así las letras de cambio por su propio crédito. En consonancia con la realidad institucional de su época, Hilferding asumió que los bancos descontaban letras con sus propias anotaciones bancarias, que circulaban como una forma previa de dinero crediticio. También asumió que los bancos atesoraban dinero ocioso generado durante la circulación del capital industrial, lo convertían en capital dinerario prestable y lo canalizaban hacia los capitalistas activos a través del préstamo. Este es el «crédito de capital o de inversión» y es el que genera intereses.

El siguiente paso crucial que da Hilferding es asociar la oferta de crédito de inversión con la formación de capital fijo por parte de las empresas industriales, lo que le permitió construir el concepto de capital financiero[27]. Hilferding se percató de que el crédito para la inversión genera necesariamente un estrecho vínculo entre los bancos y las empresas, en tanto financia la inversión fija de capital y tarda mucho tiempo en ser devuelto. Como consecuencia, los bancos están obligados a recopilar información y monitorizar las operaciones empresariales. Hilferding avanzó esta perspicaz visión décadas antes de que la teoría bancaria neoclásica empezara a apreciar la importancia de las relaciones de monitorización y de «compromiso» entre los bancos y las empresas, discutidas brevemente en el capítulo 5 de este libro. Además, a diferencia de lo que sostiene la actual teoría dominante, Hilferding era consciente de lo que suponen las relaciones de poder y evidenció que las actividades de monitorización de los bancos les permitían controlar el capital industrial.

Sin embargo, Hilferding se confundió al afirmar que la escala de la producción capitalista y la inversión fija crecerían con el tiempo, que las empresas industriales se verían forzadas a confiar cada vez más en el crédito de inversión y que estas empresas acabarían encontrándose bajo tutela de los bancos. Según Hilferding, esta es una tendencia secular subyacente del capitalismo que en última instancia conduce al surgimiento del capital financiero. Este aspecto de su argumento es claramente incorrecto, tal y

[26] R. Hilferding, *Finance Capital,* cit., p. 83.
[27] Ibídem, pp. 94-96.

como Sweezy señaló alrededor de los años cuarenta en la *Teoría del desarrollo capitalista*[28]. No hay una tendencia secular de las empresas industriales a depender cada vez más de los créditos bancarios para financiar su inversión. Antes al contrario, desde finales de la Segunda Guerra Mundial, la inversión de los países desarrollados ha sido financiada a través de las ganancias no distribuidas. Esta tendencia conforma la base de la financiarización[29].

En este terreno, Hilferding pagó un precio muy alto por no hacer un análisis concreto de la financiación de la inversión en los países capitalistas líderes de su época. En su lugar, confió en el argumento abstracto de que mientras la escala de producción creciera, también debía hacerlo la dependencia de las empresas de los fondos externos para financiar la inversión fija. Este argumento parece plausible, pero hay poca evidencia empírica que se sustente como tendencia secular del capitalismo avanzado. Es probable que Hilferding generalizara excesivamente las transacciones entre las empresas alemanas y austriacas y los bancos de finales del siglo XIX, que él interpretó como el futuro del capitalismo avanzado. En cambio, la financiarización se caracteriza por un aumento de la distancia entre empresas y bancos, el crecimiento de la autonomía relativa de las finanzas y el cambio de rumbo de estas hacia los hogares, como se demuestra empíricamente en los capítulos 7 y 8.

Los mercados bursátiles

Posteriormente, Hilferding prestó atención al capital por acciones, el mercado bursátil, el mercado de futuros y los bancos como empresas capitalistas. Su análisis de estos temas se basaba en Marx, pero era en gran parte original y representaba un avance respecto a las observaciones desorganizadas y en su gran mayoría accesorias que hace Marx en *El capital*. En su reflexión sobre el capital por acciones destacaba particularmente la separación entre la propiedad y el control del capital. Como consecuencia, Hilferding pasó a examinar el carácter del accionista como capitalista e incluyó las diferencias entre el accionista y el empresario capitalista clásico. De acuerdo con Marx, Hilferding trató la inversión en acciones como algo

---

[28] P. M. Sweezy, *The Theory of Capitalist Development,* Nueva York, Monthly Review Press, 1942 [ed. cast.:*Teoría del desarrollo capitalista: principios de la economía política de Marx,* México DF., FCC, 1977].

[29] Apenas se ha derramado tinta de marxistas para tratar de mostrar —en vano— que los bancos han mantenido el control de las empresas no financieras. Para una perspectiva de los bancos y empresas de EEUU, directamente crítica con la visión de Sweezy, véase por ejemplo David M. Kotz, *Bank Control of Large Corporations in the United States,* Berkeley, University of California Press, 1978. Para una visión opuesta véase Edward S. Herman, «Do Bankers Control Corporations?», *Monthly Review,* núm. 25:2, 1973. Y para una respuesta explicativa a Kotz véase Edward S. Herman, «Kotz on Banker Control», *Monthly Review,* núm. 31:4, 1979.

similar al préstamo de dinero[30]. Dado que las acciones se pueden vender fácilmente y los accionistas pueden asegurar el reembolso del capital sin demasiados problemas, los fondos invertidos en acciones salen del conjunto de dinero prestable de la sociedad.

La separación de la propiedad y del control convierte al accionista en un agente que adelanta el capital dinerario con la expectativa de ganar un rendimiento similar al interés, a la vez que mantiene la liquidez; a efectos prácticos, el accionista es un rentista. Hilferding, con las relaciones de poder siempre en mente, destacó que los principales beneficiarios de la separación entre la propiedad y el control son los grandes accionistas, que acaban por controlar grandes empresas desembolsando una cantidad relativamente pequeña de capital. El surgimiento del capitalismo accionarial genera una oligarquía de los accionistas, y no una democracia de los accionistas[31].

El hecho de que Hilferding focalizara su análisis en el carácter específico del capital por acciones es uno de los puntos fuertes de su libro y proporciona un elemento clave para el análisis de la financiarización. La separación entre la propiedad y el control, la transformación de los propietarios capitalistas en accionistas y el surgimiento de empresas gigantes dirigidas de forma impersonal han sido fundamentales para la transformación del capitalismo a lo largo del siglo XX. También son en gran medida características de la financiarización, tal y como se muestra en el capítulo 6 de este libro. Sin embargo, según Hilferding, estos fenómenos fueron también elementos constitutivos del avance de la socialización de la economía. Consideraba que los grandes accionistas tienen capacidad suficiente para planear el futuro, así como para emprender acciones con tal de disminuir la anarquía e inestabilidad de los mercados. No hay razón para aceptar este supuesto, aunque marcara el enfoque de Hilferding sobre el capitalismo maduro.

La transformación del capitalista activo en un accionista tiene, además, implicaciones para las ganancias y los precios de los activos financieros. Respecto a esto, Hilferding ofreció el primer análisis marxista meticuloso de la determinación del precio de las acciones como ganancias futuras descontadas[32]. Se trata de una parte innovadora de su libro que incluye el concepto de «ganancia del fundador», un término que también se traduce como «ganancia del promotor», y que no se encuentra en el trabajo de Marx. La «ganancia del fundador» es un concepto central del análisis de la ganancia financiera en general y de las ganancias de capital en particular. Su importancia para la financiarización es obvia en términos intuitivos,

[30] Véase, por ejemplo K. Marx, *Capital,* cit., vol. 3, pp. 567-568; y R. Hilferding, *Finance Capital*, cit., pp. 108-109.
[31] R. Hilferding, *Finance Capital*, cit., pp. 118-120.
[32] Ibídem, pp. 110-116.

pero su aplicación al capitalismo contemporáneo no es algo tan evidente, tal y como se muestra en detalle en el capítulo 6.

El núcleo del argumento de Hilferding sobre la «ganancia del fundador» es que el rendimiento esperado de las acciones tiende a ser igual que el tipo de interés (más una prima de riesgo), en tanto los accionistas son similares a los prestamistas. Además, el análisis de las finanzas de Marx sostenía que el tipo de interés medio está normalmente por debajo de la tasa de ganancia media, una visión compartida por Hilferding[33]. Las consecuencias de este supuesto van mucho más allá, ya que los precios de las acciones son el resultado de descontar las ganancias esperadas de las empresas. Además, el capital que invierte la empresa es equivalente al valor descontado de las ganancias esperadas. Sin embargo, la tasa de descuento usada en el primer caso (las acciones) sería el tipo de interés (más la prima de riesgo), mientras que en el segundo caso (capital efectivo) sería la tasa de ganancia (superior). Como consecuencia, el valor total que se deriva de la emisión de una acción sería mayor que el capital efectivo invertido en la empresa y la diferencia entre ambos sería la ganancia del fundador. Según Hilferding, la ganancia del fundador equivaldría a la ganancia futura capitalizada de la empresa, es decir, a la ganancia correspondiente al capitalista activo tras el pago de los intereses. Los emisores de acciones —pero también los bancos que gestionan la emisión de acciones— son capaces de obtener una ganancia futura de la empresa de un solo golpe. De este modo, «la ganancia del fundador» es otro elemento más que contribuye al surgimiento del capital financiero.

El concepto de Hilferding abre una nueva vía para analizar las enormes ganancias financieras características de la financiarización. La relación entre el capital prestable adelantado en los mercados financieros, los precios de los activos financieros, los flujos esperados de plusvalía y las ganancias de capital es esencial para determinar la ganancia financiera. Además, el vínculo teórico entre la ganancia futura de la empresa y las ganancias de capital debe basarse necesariamente en las diferencias en las tasas de remuneración entre los distintos agentes implicados en el manejo del capital prestable. Con estos elementos en mente, el concepto de ganancia del fundador puede contribuir al desarrollo de una teoría de la ganancia financiera y de las ganancias del capital, tal y como se muestra en el capítulo 6.

Por último, Hilferding sostuvo que las ganancias de los bancos derivadas de las transacciones en los mercados financieros también representan una porción de las ganancias futuras de la empresa[34]. Sostuvo que los bancos acumulan estas ganancias, al comprometer capital dinerario a la transacción de acciones, mientras mantienen la confianza de la sociedad en los

[33] K. Marx, *Capital,* cit. vol. 3, p. 482; y R. Hilferding, *Finance Capital,* cit. pp. 198-212.
[34] R. Hilferding, *Finance Capital,* cit, pp. 127-129.

mercados bursátiles. No se trata de un argumento muy sólido, ya que las ganancias de los bancos de inversión corresponden a la diversidad de servicios que proporcionan a los agentes que comercian en los mercados financieros. Además, una fuente importante de rentabilidad para los bancos en los mercados financieros en el curso de la financiarización ha sido el comercio por cuenta propia en estos mismos mercados, lo cual ciertamente ha implicado la generación de ganancias gracias al capital prestable de terceros. La vía analítica abierta por Hilferding sobre esta cuestión necesita de un desarrollo más profundo si la teoría marxista de las finanzas pretende dar cuenta por completo de la ganancia financiera contemporánea.

El capital financiero y las zonas de comercio

Hilferding postuló posteriormente su principal innovación teórica —el concepto de capital financiero[35]. En pocas palabras, a medida que el capitalismo madura, la escala de la producción se expande, lo que conlleva un aumento en los requerimientos de capital fijo. Como consecuencia, la movilidad del capital se reduce y se obstaculiza la igualación de las tasas de ganancia debido a la persistente sobrecapacidad. Los sectores industriales, al menos aquellos con grandes volúmenes de capital y ahogados por la inversión fija, tienen dificultades para aumentar la tasa de ganancia. Como consecuencia, los capitalistas de estos sectores se centran en la fusión y la adquisición de empresas de otros sectores, y eliminan, así, la competencia, las fluctuaciones cíclicas y los intermediarios comerciales. En resumen, se agudiza la centralización del capital y aumenta la rentabilidad.

Las sociedades por acciones son particularmente apropiadas para la centralización del capital en tanto facilitan el control de las empresas a través de accionistas relativamente pequeños. De forma crucial, la centralización se extiende también a los bancos. El surgimiento de grandes bancos por acciones reduce aun más la competencia industrial para así proteger precisamente las ganancias de los bancos. De este modo, el capitalismo maduro es dominado por el capital centralizado, que de forma consciente restringe la competencia para proteger la rentabilidad. Hilferding ofrece una discusión detallada de las formas organizativas del capital centralizado que incluía los carteles y los trusts[36]. A Sweezy le impresionó lo suficiente como para declarar que la discusión de Hilferding podía ser aceptada con «pocas reservas»[37].

[35] Ibídem, p. 225.
[36] R. Hilferding, *Finance Capital,* cit, cap. 11, 12.
[37] P. M. Sweezy, *The Theory of Capitalist Development...,* cit., p. 266.

Según Hilferding, el capital financiero era una nueva forma de capital que surgió sobre la base de la centralización del capital industrial y bancario. De hecho, era una amalgama de ambos: la unión de los grandes bancos y las empresas industriales se produjo cuando, por un lado, las empresas comenzaron a pedir préstamos para financiar la formación de capital fijo, y por otro, los bancos empezaron a liderar la circulación de las acciones en el mercado bursátil. Los bancos pasaron a implicarse cada vez más en la gestión de las empresas, obteniendo grandes beneficios en forma de ganancias del fundador, a la vez que mantenían gran parte de su capital en forma de dinero líquido. Así pues, los bancos consiguieron más poder que el capital industrial y eso jugó a su favor —los bancos eran los socios *senior* del capital financiero y dictaban las acciones y el comportamiento del capital industrial.

El concepto de capital financiero de Hilferding ha desempeñado un papel enormemente importante en el desarrollo del pensamiento marxista. Fue ampliamente aceptado por sus contemporáneos, especialmente por Lenin en su teoría del imperialismo[38]. A lo largo del siglo XX, en la literatura marxista, el término *capital financiero* se encuentra a menudo como sinónimo de capital monopolista, sobre todo gracias a la influencia de Lenin. Su relevancia ha sido a veces ratificada bajo condiciones que no se parecen en casi nada a las de la época de Hilferding —como el *boom* de posguerra de los años cincuenta y sesenta— y ha sido incluso aceptada por autores que en cambio adoptan una perspectiva crítica respecto a la teoría del imperialismo de Lenin[39].

Este concepto propuesto por Hilferding debe tratarse, no obstante, con mucha precaución. La tendencia a la competencia monopolística ha estado presente a lo largo del siglo XX, incluso después de los años setenta. En la práctica, sin embargo, han prevalecido una amplia variedad de relaciones entre los capitales industriales y financieros contemporáneos, a menudo con características nacionales. De otra parte y como se señalaba anteriormente, el capital industrial no tiende por lo general a depender a largo plazo de los créditos bancarios para financiar la formación de capital fijo.

En pocas palabras, el concepto de *capital financiero* no plasma adecuadamente la complejidad y la variedad de relaciones existentes entre el capital industrial y el capital bancario a lo largo del siglo XX. Sin embargo, el concepto sigue siendo importante porque centra la atención en los

[38] V. I. Lenin, *Imperialism, the Highest Stage of...*, cit., p. 226. Nótese que Luxemburgo evitó el concepto de capital financiero en su clásico *La acumulación del capital*.

[39] Véase, por ejemplo, los trabajos de Michael Barratt-Brown. El esfuerzo de poner la noción de Hilferding al servicio del análisis del capitalismo contemporáneo no ha disminuido. Bülent Hoca, por ejemplo, discute la noción de Hilferding con una sensibilidad considerable, pero trata de vincularla a una presunta tendencia del capital a «financiarizarse». El resultado es que el capital financiero deja de tener ninguna especificidad y por tanto ningún sentido para el análisis teórico y empírico. Véase Bülent Hoca, «A sugestion for a New Definition of the Concept of Finance Capital Using Marx's notion of "Capital as commodity"», *Cambrige Journal of Economics,* núm. 36, 2012 .

vínculos orgánicos e institucionales que han surgido entre estos dos tipos de capital a lo largo del desarrollo capitalista. Esta clase de vínculos eran meramente incipientes cuando Marx escribió *El capital*, pero han pasado a ser característicos del capitalismo desde finales del siglo XIX, mostrando una gran variedad de formas en los diferentes países.

Los bancos no son el socio dominante en las relaciones entre la banca y la industria bajo las condiciones de capitalismo financiarizado. Incluso cuando proporcionan financiación externa a la industria, los bancos compiten con otras instituciones financieras, incluidos los fondos de pensiones, los fondos fiduciarios y las compañías de seguros. Además, los capitales industriales y comerciales participan sistemáticamente en las actividades financieras por su propia cuenta. Estas actividades incluyen la emisión independiente de deuda en los mercados abiertos (papel comercial, bonos, garantías y demás) proveyendo crédito al consumo y crédito comercial, participación en los mercados de divisas extranjeras, así como transacciones en los mercados de derivados, los mercados a plazo y los mercados de futuros. En los capítulos 7 y 8 se presenta la evidencia empírica del cambio en las prácticas de las empresas y de los bancos bajo las condiciones de la financiarización.

Las crisis

Hilferding atribuyó las crisis principalmente a la desproporción entre los departamentos del capital social total. En el gran debate socialdemócrata sobre las crisis económicas capitalistas, se posicionó del lado del enfoque que desarrolló Mikhail Tugan-Baranovsky en *Les crises industrielles en Angleterre*. Rechazó categóricamente las tesis del subconsumo, que poco después Luxemburgo desarrollaría en su libro *La acumulación del Capital*. Aunque Hilferding creía que las crisis eran una parte esencial del comportamiento de la economía capitalista, descartó la noción de que el capitalismo colapsara inevitablemente por sí mismo, como Schumpeter explicaría y daría por válido[40]. También discutió el papel del crédito y del capital dinerario en la exageración del ciclo económico.

Más significativo fue, sin embargo, su análisis del cambio de forma de las crisis a causa del surgimiento del capital financiero, preludio de lo que sería su concepto de «capitalismo organizado». Los carteles y los grandes bancos reducen las posibilidades de aparición de las crisis bancarias, al igual que también mitigan su intensidad mediante la supresión de la competencia. Dado que los carteles y los bancos operan en una escala mayor

---

[40] Joseph A. Schumpeter, *Imperialism and Social Classes,* Nueva York, Augustus Kelly, 1951, p. 108; J. A. Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy,* Londres, George Allen & Unwin, 1976, p. 41[ed. cast.: *Capitalismo, socialismo y democracia,* Barcelona, Folio, 1996] .

de acumulación, pueden garantizar un volumen mínimo de producción y circulación, de forma que también reducen la restricción del crédito en las crisis. Además, las sociedades por acciones pueden evaluar racionalmente las expectativas de producción y rentabilidad. Por último, los grandes bancos son capaces de tener una visión más racional de las necesidades de crédito de la economía, lo que reduce el uso especulativo del crédito, tan característico de los inicios del capitalismo.

Según Hilferding, estos factores atenuaron las crisis mientras el capitalismo se desarrollaba, aunque también se percató de que en última instancia el capital financiero no podría hacer desaparecer las crisis. Sobre este supuesto, Hilferding tomó a Alemania y a EEUU como paradigma de las relaciones capitalistas avanzadas, y desestimó a Inglaterra por su «atrasado» sistema crediticio[41]. Esta visión fue central para su análisis del imperialismo, que consideramos a continuación.

Imperialismo

La teoría de Hilferding ha sido fundamental para el análisis marxista clásico del imperialismo, principalmente por la influencia que tuvo en Lenin. La cuestión del imperialismo es, por supuesto, relevante para el análisis de la financiarización, algunos de cuyos aspectos se consideran en siguientes capítulos. Por el momento bastará, sin embargo, con revisar los principales argumentos de los debates marxistas clásicos de comienzos del siglo XX, los cuales ayudarán a especificar los fundamentos de la financiarización subordinada en los siguiente capítulos.

La discusión sobre el imperialismo apunta inevitablemente al trabajo de Lenin, punto de referencia estándar para el análisis marxista desde finales de la Primera Guerra Mundial[42]. Además, la teoría de Lenin ha dejado huella en la práctica política de los países desarrollados y de los países en vías de desarrollo a lo largo de todo el siglo XX. Analizar la gran cantidad de bibliografía relacionada con estos fenómenos requeriría de otro libro. Por este motivo, solo se considera el trabajo de Lenin desde la perspectiva de sus diferencias y similitudes con el análisis de Hilferding, con la vista puesta en establecer un marco teórico para la financiarización. La

[41] R. Hilferding, *Finance Capital*, cit., p. 293. Kozo Uno (*Keizai Seisakuron,* Tokio, Kobundo Shobo, 1936, parte 3, cap. 2) realizó una crítica incisiva y muy temprana de la dependencia de Hilferding de los fenómenos alemanes y austriacos. Sugirió que el capital financiero toma de hecho varias formas, y que el británico era muy dependiente de los mercados bursátiles. Kozo Uno era plenamente consciente de la importancia de las sociedades por acciones para el análisis de Hilferding (part. 3, cap.1). El carácter específico del capital por acciones era vital para Uno, en tanto definía el estadio de «imperialismo» en contraposición al estadio de capitalismo «liberal» y del «mercantilismo».

[42] La visión de Lenin del imperialismo fue desarrollada en varios textos entre 1915 y 1917; véase la Bibliografía.

importancia que tiene *El capital financiero* de Hilferding al respecto reside en que proporcionó los fundamentos económicos a la teoría de Lenin, entre los que se incluye el concepto central de capital financiero.

Los debates marxistas clásicos sobre el imperialismo se ocuparon de la repentina expansión imperial europea durante el último cuarto del siglo XIX, en lugar de tratar el imperialismo como un fenómeno histórico general. Debería destacarse que esto es todo un mérito, habida cuenta de las teorías dominantes que a menudo se han definido en oposición al enfoque marxista[43]. En términos generales, las teorías marxistas clásicas evitaron las generalizaciones históricas poco estimulantes, relacionando el imperialismo con los procesos económicos concretos de su época. A menudo trataron de explicar fenómenos como «la lucha por el reparto de África» y el auge del militarismo entre los poderes europeos de finales del siglo XIX.

Estos acontecimientos tuvieron un impacto novedoso dentro de unas sociedades que no habían conocido una gran guerra europea desde 1815 y que estaban impregnadas por la creencia ideológica de que el capitalismo implicaba el progreso racional de la humanidad. Cabe mencionar también que las explicaciones marxistas clásicas compartían un sustrato común con la teoría que adelantó el liberal Hobson en *El imperialismo.* Para Hobson el imperialismo era el resultado de la necesidad de enviar capital al extranjero causada por el subconsumo en la economía nacional. Debemos señalar además que las teorías marxistas tenían bases más sólidas que la visión de Schumpeter del imperialismo como un aspecto «atávico» desafortunado, que el capitalismo, fundamentalmente pacífico, habría heredado del feudalismo[44].

No sorprende que hubiera diferencias sustanciales entre las distintas teorías marxistas clásicas del imperialismo. De este modo, Kautsky vinculó el imperialismo a la necesidad de asegurar los mercados internacionales así como a la tendencia de la agricultura a quedar relegada respecto de la industria en el transcurso del desarrollo del capitalismo. Para asegurar una oferta adecuada de mercancías agrícolas, los países industriales colonizaron los países agrarios[45]. Según Kautsky, el imperialismo fue una política internacional decidida por la burguesía, que podía haber optado por una senda más pacífica. En cambio, Luxemburgo, en la Tercera Parte de su *La acumulación del capital*, defendió que la economía capitalista hacía frente a un problema de difícil solución debido a la necesidad de asegurar una

[43] Véase, por ejemplo, John Gallagher y Ronald Robinson, «The Imperialism of Free Trade», *Economic History Review,* núm. 6:1, 1953; y David Fieldhouse, *The West and the Third World,* Oxford, Blackwell, 1999.
[44] J. A. Schumpeter, *Imperialism and Social Classes...*, cit., p. 84.
[45] Patrick Goode, *Karl Kautsky: Selected Political Writings,* Londres, Macmillan, 1983, pp. 74-96. Véase también Karl Kautsky, «Ultra-imperialism», *New Left Review,* núm. 59, enero-febrero de 1970.

demanda interna suficiente para realizar crecientes volúmenes de plusvalía. Esto llevó a la búsqueda de mercados extranjeros a la vez que el capitalismo maduraba, lo que implicaba violencia y dominación política entre países. El imperialismo, según Luxemburgo, no era una cuestión de políticas concretas, sino un proceso que surgió del núcleo más profundo de la acumulación capitalista.

Hilferding trató el imperialismo como una política de la burguesía, pero la verdadera fortaleza de su teoría provino de la perspectiva de la inevitabilidad histórica del imperialismo, especialmente para una Alemania con un desarrollo tardío. Para demostrar esta tesis, Hilferding se basó directamente en el concepto de capital financiero, y en las ideas comunes entre los marxistas austriacos de Viena. Su punto de partida fueron las agresivas políticas arancelarias adoptadas de manera general en el último cuarto del siglo XIX. Este fenómeno había sido ya analizado desde una perspectiva marxista por Bauer, que relacionó el imperialismo con el paso de unos aranceles proteccionistas en las primeras etapas del capitalismo (que trataban de proteger la industria doméstica), a unos aranceles agresivos, en el capitalismo maduro (que buscaban destruir la industria extranjera)[46]. Es importante destacar este punto cuando se considera la asociación que de forma no poco frecuente —y equivocada— se hace del capitalismo del siglo XIX con el «libre comercio». En la práctica, el capitalismo internacional, desde la década de 1870 hasta el estallido de la Primera Guerra Mundial y con la excepción de Inglaterra, vino caracterizado por el aumento de las restricciones al comercio[47]. El imperialismo clásico estaba estrechamente asociado con unas barreras comerciales altas y en constante crecimiento.

Hilferding dio profundidad teórica al análisis de las políticas arancelarias agresivas al relacionarlas con el capital financiero[48]. Los carteles apoyaron los aranceles agresivos porque su resultado era un territorio exclusivo que apuntalaba la rentabilidad y estabilizaba las alianzas domésticas de las empresas. Así pues, la competencia entre los capitales financieros tuvo lugar a través de la creación de territorios exclusivos protegidos con aranceles, en vez de a través de la mera venta de mercancías. En este sentido, Hilferding desarrolló un argumento que explicaba la exportación de capital dinerario. La creación de territorios exclusivos limitaba la posibilidad de los otros carteles de aumentar la exportación de mercancías y, de este modo, estimulaba la exportación de capital en dinero. Hilferding definió las exportaciones de capital como

---

[46] Otto Bauer, *The Question of Nationalities and Social Democracy,* Minneapolis, University of Minnesota Press, 2000, pp. 370-381.
[47] Véase Paul Bairoch, *Economics and World History,* Hemel Hempstead, Harvester Wheatsheaf, 1993; y P. Bairoch y Richard Kozul-Wright, «Globalization Myths: Some Historical Reflections on Integration, Industrialization y Growth in the World Economy», UNCTAD Discussion Papers, núm. 113, marzo de 1996.
[48] R. Hilferding, *Finance Capital...*, cit., cap. 21.

el capital invertido en el extranjero que permanecía bajo control doméstico y cuyos beneficios eran repatriados, esto es, un tipo de inversión directa en el extranjero. Evidentemente, Hilferding pensaba que la exportación de capital tenía lugar hacia los países menos desarrollados que ofrecían salarios más bajos y muchas otras ventajas para las empresas. Hilferding concluyó que la política imperialista del capital financiero representaba la ruptura más importante con las políticas de *laissez-faire,* características de la Inglaterra de mediados del siglo XIX. Los países modelo del capital financiero eran Alemania y EEUU. El capital financiero —capital por acciones asociado con los bancos— hacía posible la movilización de los recursos dispersos en Alemania, permitiendo el desarrollo del país. El desarrollo tardío también implicaba una oposición social más débil al avance tecnológico. Cuando Alemania adelantó a Inglaterra, su capital financiero pasó a depender del Estado, especialmente del poder militar, para sostener la creación de territorios exclusivos. El imperialismo condujo inevitablemente a la carrera armamentística, a la continua amenaza de guerra entre los países imperialistas y al racismo para con los dominados. Para recapitular, Hilferding relacionó el imperialismo con la transformación fundamental del capitalismo, representada por el capital financiero. El imperialismo surgió de la transformación de los mecanismos de la competencia y la acumulación capitalista. Tuvo así un trasfondo económico específico que dio lugar a la aparición de enormes carteles y bancos, aranceles agresivos y exportaciones de capital. De un golpe, Hilferding fue capaz de explicar fenómenos políticos clave como el militarismo y la amenaza de la guerra al tiempo que defendía a su vez que la clase trabajadora debía oponerse al imperialismo.

No es raro que la teoría de Hilferding resultara atractiva para Lenin. Este adoptó el concepto de capital financiero, así como también el punto de vista de la exclusividad territorial (imperial) a través de los aranceles y las consiguientes exportaciones de capital. También tomó de Hilferding la noción del creciente militarismo, así como la del empleo del Estado por parte del capital financiero para asegurar su éxito en la competencia internacional. Por último, la influencia de Hilferding se hace evidente incluso en el subtítulo del principal trabajo de Lenin sobre el imperialismo (el estadio «superior» o «último» o «reciente» del capitalismo), que se hace eco del subtítulo del libro de Hilferding («un estudio sobre la reciente evolución del capitalismo»).

Sin embargo, Lenin puso su propio sello a la teoría del imperialismo y por ello se convirtió en una referencia estándar para los marxistas. Lenin produjo ante todo un panfleto político que abordaba el estallido y los posibles resultados de la Primera Guerra Mundial. Con toda seguridad, este trabajo se basaba en una intensa tarea de investigación sobre las principales economías capitalistas y en un análisis teórico de la periodización del capitalismo. Además, Lenin estaba interesado en fundamentar empíricamente

sus argumentos y su corto libro contenía más datos fácticos que el tomo de Hilferding. No obstante, seguía siendo esencialmente una forma de intervenir políticamente, tal y como se evidencia por su énfasis no sólo en la exclusividad territorial entre carteles, sino también en la nueva división territorial del mundo a causa de la guerra imperialista.

Además, en términos teóricos, Lenin se diferenció de Hilferding en dos aspectos. Primero, aunque aceptaba el concepto de capital financiero, Lenin lo presentó como el resultado de las crecientes tendencias monopolísticas dentro de la industria y las finanzas[49]. No hay duda de que Hilferding también destacó los monopolios (y los carteles), pero el énfasis de Lenin era de otra magnitud. Destacó la tendencia intrínseca de las economías capitalistas a reemplazar la competencia *laissez-faire* por la competencia monopolística, dominada por enormes empresas y bancos. Así pues, el capital financiero era el resultado de la alianza entre las empresas y los bancos, en la que estos últimos llavaban la delantera. Hay que tener en cuenta también que, aunque el argumento de Lenin se basaba en una comprensión teórica de la competencia capitalista, carecía del análisis de Hilferding de las formas de crédito y de los requerimientos financieros de las empresas industriales. *La economía mundial y el imperialismo* de Bujarin también se basó secundariamente en el crecimiento de los monopolios y del capital financiero aun cuando Bujarin —yendo más allá que Hilferding— sostuvo que la economía mundial estaba formada por unidades nacionales, parecidas a las grandes empresas, que compiten entre sí.

Segundo y más significativo, Lenin admiraba al liberal Hobson y tomó prestados algunos de sus argumentos. En el capítulo 4 de *El imperialismo*, Hobson destacó el subconsumo y la exportación de capital, seguro de que el imperialismo implicaba el surgimiento de un capitalismo «parasitario» que exportaba capital prestable y vivía del cobro de los intereses de los bonos. Lenin adoptó gran parte de la visión de Hobson y sostuvo que los países imperialistas líderes absorbían sistemáticamente los pagos de los intereses de los países pobres de todo el mundo[50]. Estos países «rentistas» albergaban además una «aristocracia obrera», un estrecho estrato social en la cima de la clase trabajadora, que había sido comprada con parte de estas rentas. Hilferding se mantuvo al margen de estas ideas. Esto está probablemente relacionado con su análisis teórico del sistema crediticio como mecanismo para la reasignación de las sumas de dinero ocioso dentro de la clase capitalista. Las implicaciones que tiene este punto para el análisis de la financiarización son profundas, tal y como se muestra brevemente más adelante, pero también en los capítulos 5 y 6 de este libro.

---

[49] V. I. Lenin, *Imperialism...,* cit., cap. 2, 3.
[50] Ibídem., pp. 276-285.

¿Qué resulta relevante de estas teorías para el análisis de la financiarización y la evolución del capitalismo a finales del siglo XX[51]? Merece la pena señalar desde un principio que las teorías marxistas clásicas del imperialismo ofrecen ideas más sólidas sobre el capitalismo contemporáneo que las teorías de la dependencia de los años sesenta y setenta. La enorme literatura sobre el «subdesarrollo», por ejemplo, ha quedado rápidamente anticuada ante la financiarización y la desregulación mundial. Ciertamente, los teóricos de la dependencia se han centrado más que los marxistas clásicos en la forma que ha tomado el capitalismo en los países de la «periferia». Pero incluso en este aspecto, el surgimiento de un capitalismo industrial dinámico en la «periferia» —ante todo, en el este de Asia— difícilmente encaja con «el desarrollo del subdesarrollo»[52]. De forma parecida, el énfasis de las teorías marxistas clásicas en la economía política es una gran ventaja comparado con muchas de las teorizaciones contemporáneas sobre el capitalismo «global». Estas teorías se centran en los aspectos políticos, sociológicos, militares, éticos y morales del imperialismo moderno, más que en su conexión con la acumulación capitalista[53]. Incluso el trabajo explícitamente marxista sobre el imperialismo contemporáneo carece a menudo de fundamentos de economía política[54].

La teoría marxista clásica del imperialismo tiene una relevancia inmediata para los rasgos centrales de la financiarización. Destaca la centralización del capital como la tendencia característica del capitalismo avanzado; las fusiones y adquisiciones han sido un rasgo prominente de la actividad económica mundial desde los años setenta y han ampliado las posibilidades de extracción de ganancias financieras. Por la misma razón,

---

[51] Un resumen de las teorías marxistas del imperialismo, que todavía merece la pena leer, fue planteado por Anthony Brewer, *Marxist Theories of Imperialism,* Londres, Routledge, 1990; véase también Ernest Mandel, *Marxist Economic Theory,* Londres, Merlin, 1968 y Roger Owen y Bob Sutcliffe (eds), *Studies in the Theory of Imperialism,* Londres, Longman, 1972. Para un trabajo más amplio que también discute las cuestiones del desarrollo, véase Albert Szymanski, *The Logic of Imperialism,* Nueva York, Praeger, 1981.

[52] Lo cual queda muy claro en la pérdida de relevancia del trabajo de Andre Gunder Frank, pero también del de Samir Amin.

[53] Esto es evidente en el influyente trabajo de Michael Hardt y Antonio Negri (*Empire,* Cambridge, Harvard University Press, 2000 [ed. cast.: *Imperio,* Barcelona, Paidos, 2005]) que está desprovisto de economía política. Véase la crítica devastadora de Atilio Boron, *Empire and Imperialism: A Critical Reading of Michael Hardt and Antonio Negri,* Londres, Zed Books, 2005; véase también Finn Bowring, «From the Mass Worker to the Multitude: A Theoretical Contextualisation of Hardt y Negri's Empire», *Capital and Class,* núm. 83, verano de 2004; y Paul Thompson, «Foundation and Empire: A Critique of Hardt and Negri», *Capital and Class,* núm. 86, verano de 2005, pp. 73-98.

[54] Como en las influyentes proposiciones de D. Harvey (*The New Imperialism,* Nueva York, Oxford University Press, 2003 [ed. cast.: *El nuevo imperialismo,* Madrid, Akal, 2004]) y Ellen Meiksins Wood *(Empire of Capital,* Londres, Verso, 2003). La ausencia relativa de economía política está en total contraste con el primer trabajo de Bill Warren pero también de Pabhat Patnaik, que se interesaron por la economía del imperialismo, a pesar de que han sacado conclusiones muy distintas. Véase Bill Warren, *Imperialism Pioneer of Capitalism,* Londres, Verso, 1980; Prabhat Patnaik (ed.), *Lenin and Imperialism,* Londres, Sangham, 1986; y P. Patnaik, «Globalization of Capital and the Theory of Imperialism», *Social Scientist,* núm. 24:11/12, 1996, pp. 5-17.

las empresas multinacionales dominan el mercado mundial, tal y como se muestra en los siguientes capítulos. Además, la teoría identifica la exportación de capital como algo esencial para el imperialismo, pero también como un aspecto de la transformación fundamental de las economías capitalistas. Desde finales de los años setenta, el mercado mundial se ha caracterizado por oleadas sucesivas de exportaciones de capital que han dado forma a la financiarización mundial, lo que se discute en los capítulos 8 y 9.

Sin embargo, también hay aspectos de la teoría marxista clásica del imperialismo que son actualmente irrelevantes, o muy específicos del primer periodo de expansión de las finanzas. Así pues, si bien el imperialismo contemporáneo busca el control territorial, no hay una tendencia dominante hacia los aranceles agresivos o hacia los derechos de exclusividad territorial, ni mucho menos hacia los imperios coloniales formales. Además, la tendencia hacia la exportación de capital no es el resultado de la exclusividad territorial ni es característico de las relaciones entre los países desarrollados y los países en vías de desarrollo. Los mayores flujos de capital se producen entre países desarrollados y, lo que es más trágico, en los años dos mil, ha habido también una inversión de los flujos de capital netos desde los países en vías de desarrollo hacia los países desarrollados. Este es un aspecto sorprendente de la financiarización que está relacionado con el actual papel del dinero mundial y que está ausente de las teorías marxistas clásicas del imperialismo.

Lo más destacable a este respecto es que el poder imperialista dominante, EEUU, ha pasado a ser un gran acreedor, que depende de la entrada de capital en dinero prestable, proveniente incluso de países en vías de desarrollo, para financiar el consumo doméstico. Este fenómeno encaja mal con la percepción del marxismo clásico de los países imperialistas dominantes como prestamistas mundiales, por no mencionar la noción de «parásitos» imperialistas que viven del cobro de los intereses de los préstamos al extranjero. Al mismo tiempo, el control del dinero mundial ha permitido a EEUU extraer beneficios directamente, incluso de los países más pobres, con modalidades que habrían sido imposibles en la época clásica, como se muestra en el capítulo 8. Este es un aspecto central del dominio global así como de la financiarización subordinada.

Estas observaciones apuntan a una debilidad subyacente del conjunto del análisis de Hilferding sobre la transformación del capitalismo y del imperialismo. Como se mencionó al principio de este capítulo, Hilferding trató de establecer razones estructurales «endógenas» para el surgimiento del capital financiero sin analizar la evolución de la producción ni el mercado de trabajo; además de centrarse principalmente en Alemania y Austria a lo largo de su exposición. Sin embargo, la estructura del sistema financiero capitalista y la conexión entre el capital bancario y el capital

industrial no admite con facilidad la teorización «endógena», como es obvio un siglo más tarde.

Las relaciones entre la producción y las finanzas tienden a ser históricamente específicas y a estar sujetas a factores institucionales y políticos que dan forma al sistema financiero. Los vínculos entre el capital industrial y el sistema crediticio en el periodo de la financiarización han variado más que la simple imagen de una mayor dependencia de la industria con los bancos, tal y como asumió Hilferding. Además, la financiarización ha sido testigo de la creciente implicación de los trabajadores en el funcionamiento del sistema financiero, de formas casi impensables para los marxistas clásicos. Aunque los debates de los marxistas clásicos del primer periodo de expansión de las finanzas siguen siendo indispensables para analizar la financiarización, el periodo actual es cualitativamente diferente.

SEGUNDA PARTE

LA ECONOMÍA POLÍTICA DE LA FINANCIARIZACIÓN

IV
LOS FUNDAMENTOS MONETARIOS DEL CAPITALISMO FINANCIARIZADO

Los rasgos monetarios de la financiarización

El primer paso para construir un marco teórico a fin de analizar el capitalismo financiarizado es determinar los fundamentos monetarios de la expansión de las finanzas. Según la economía política marxista, el dinero es una parte integral de las economías capitalistas que aporta una base real y teórica a las finanzas. En términos dialécticos, el dinero es una categoría primordial, mientras que el crédito y las finanzas se derivan del desarrollo ulterior de la categoría de dinero (y de capital). La teoría marxista del crédito y de las finanzas es inherentemente monetaria, es decir, descansa analíticamente en la teoría del dinero[1]. La expansión del capitalismo financiarizado ha variado según las formas específicas de dinero y las prácticas monetarias, cuya importancia se demuestra en distintas partes de este libro. En definitiva, hay tres rasgos monetarios prominentes de la financiarización que se examinan con profundidad en este capítulo.

En primer lugar, el terreno monetario de la financiarización ha estado determinado por la ausencia de dinero mercancía en las transacciones monetarias domésticas, e incluso en las operaciones de la banca. Desde principios de los años setenta —en realidad durante la mayor parte del siglo XX—, el dinero mercancía (el oro) ha sido una reserva de última instancia que mantenían los bancos centrales con un mínimo funcionamiento monetario en la práctica[2]. La retirada del dinero mercancía de la circulación monetaria ha venido acompañada del dominio absoluto del

[1] Este punto teórico fundamental a menudo ni siquiera es apreciado por los marxistas que analizan las finanzas. La aparición del innovador trabajo de Suzanne de Brunhoff, en inglés, sobre la teoría del dinero de Marx ha sido importante para establecer la primacía del análisis monetario *(Marx on Money,* Nueva York, Urizen Books, 1976). Sin embargo, la tendencia hacia las teorías del dinero y de las finanzas basadas en el crédito sigue muy presente, como se demuestra en los siguientes puntos.

[2] El mantenimiento, en gran parte pasivo, de enormes reservas de oro por parte de los bancos centrales continua viéndose como un enigma para la literatura de la corriente dominante; véase Joshua Aizenman y Kenta Inoue, «Central Banks and Gold Puzzles», NBER Working Paper, núm. 17894, 2012.

dinero crediticio en la esfera monetaria. Este dinero lo generan, normalmente, instituciones financieras privadas (bancos) y se compone de promesas privadas de pago respaldadas por una variedad de activos financieros, tanto públicos como privados. Es la forma dominante de dinero en el capitalismo avanzado y se sostiene por el correspondiente desarrollo del sistema crediticio. Sin embargo, y a pesar de la predominancia del dinero crediticio, la forma del dinero ha continuado evolucionando durante el desarrollo de la financiarización, como nos demuestra el surgimiento del dinero electrónico, que difiere cualitativamente del dinero crediticio.

En segundo lugar, en el ascenso y consolidación del dinero crediticio privado ha resultado crucial que este tenga convertibilidad legal por medio de la creación de dinero por parte los bancos centrales con respaldo por el Estado. Se trata de una forma híbrida de dinero: en parte es dinero crediticio, dado que se crea a través de mecanismos de crédito (principalmente los préstamos que otorga el banco central a los bancos privados); y en parte es dinero fiduciario, en tanto es dinero de curso legal no convertible que descansa en las promesas de pago del Estado. Esta forma híbrida de dinero es el mecanismo del Estado que en última instancia le permite ejercer su poder en el ámbito de las finanzas mediante la provisión de liquidez y la realización de pagos en los momentos críticos. La financiarización ha estado marcada por la gestión consciente del dinero del banco central respaldado por el Estado a través de distintos mecanismos. Los bancos centrales han surgido como una institución pública líder, habitualmente bajo una fachada de presunta independencia. El control ejercido por los Estados sobre el dinero de los bancos centrales ha hecho posible una intervención sostenida en el campo de las finanzas a lo largo del periodo de financiarización. La importancia del control sobre el dinero crediticio respaldado por el Estado se hizo evidente durante el desarrollo de la crisis mundial de los años dos mil, lo que se discute en el capítulo 9.

En tercer lugar, aún más importante en el surgimiento de la financiarización ha sido la evolución de la forma y el funcionamiento del dinero en el mercado mundial. El oro ha desempeñado un papel mucho menor en los pagos internacionales tras el colapso de los Acuerdos de Bretton Woods en 1971-1973, que habían estabilizado los tipos de cambio a través de la fijación de la convertibilidad en oro del dólar estadounidense. Desde entonces, el dinero mercancía ha funcionado como reserva internacional en última instancia, mientras que el dólar estadounidense ha asumido, en gran parte, las funciones de medio internacional de pago y de reserva. El funcionamiento del dólar como moneda cuasi mundial durante las últimas cuatro décadas ha supuesto un cambio de suma importancia para la expansión mundial de la financiarización. Sin embargo, el papel mundial del dólar también ha sido contradictorio y desestabilizador, especialmente

por su influencia en las transferencias internacionales de valor y por llevar los flujos de capital de los países pobres hacia los países ricos. Como se demuestra en los capítulos 8 y 9, la acumulación de reservas de dólares ha contribuido a la financiarización en los países en vías de desarrollo. Así como a la enorme crisis de los años dos mil.

Cabe mencionar también, aunque solo sea por ser exhaustivos, que el dinero ha dejado huella en la sociedad del capitalismo financiarizado. Se han reducido los lazos comunitarios y asociativos, se ha retirado la provisión pública y el dinero se ha reforzado en tanto pivote de una gran variedad de interacciones sociales. El desarrollo moral y ético de los individuos en el capitalismo financiarizado se ha visto afectado por el aumento de la presencia del dinero. Al fin y al cabo, un rasgo esencial de la financiarización ha sido la expansión de las relaciones monetarias en áreas que en general estaban previamente exentas de mecanismos monetarios, como la sanidad, la educación, el transporte y la vivienda. La financiarización de los ingresos individuales ha permitido la penetración del dinero en lo más profundo de la vida económica, social, moral y consuetudinaria de los hogares del capitalismo financiarizado.

Sin embargo, el dinero no ha llegado a tomar plenamente el control sobre la sociedad en estas décadas de la financiarización. En distintas áreas de la vida social, a menudo la acción colectiva se ha opuesto intensamente al ascenso y consolidación del dinero. Las formas asociativas de intercambio, como los sistemas locales de intercambio, el dinero verde o el dinero «tiempo», han creado redes que funcionan sin la presencia organizativa del dinero comercial ordinario[3]. Además, los cambios tecnológicos, institucionales y organizativos en la economía han restringido también el papel del dinero en algunas áreas de la interacción social. Los servicios y otros bienes asociados con Internet se han mantenido, por ejemplo, parcialmente al margen del poder del dinero, y a veces el consumo ha sido prácticamente gratuito, como ocurre con la prensa o la música. La tendencia de algunas áreas de la vida social a distanciarse del poder del dinero ha tenido implicaciones importantes para el dinero electrónico, tal y como se considera brevemente más adelante.

En resumen, las bases monetarias de la financiarización han estado determinadas por los cambios institucionales e históricos que se han sucedido en la esfera monetaria durante las últimas cuatro décadas. Para comprender el significado completo de estos cambios, el análisis debe empezar en las preguntas fundamentales de qué es el dinero y cómo funciona este en las economías

---

[3] Para una excelente discusión en el contexto británico, en particular, véase Peter North, *Alternative Currencies as a Challenge to Globalisation?*, Londres, Ashgate, 2006; y P. North, *Money and Liberation,* Minneapolis, University of Minnesota Press, 2007.

capitalistas y en la sociedad. La siguiente sección lleva a cabo un repaso breve de los principios básicos, centrándose en la teoría monetaria marxista y analizando el trabajo de Marx sobre el dinero.

La teoría monetaria marxista en relación con el dinero contemporáneo

El significado de los textos monetarios de Marx

Los textos monetarios de Marx son muy extensos y abarcan desde los primeros análisis, sobre los aspectos filosóficos y culturales del dinero, a un análisis maduro de los fenómenos monetarios del capitalismo industrial, pasando por los escritos sobre acontecimientos financieros en la prensa y en su correspondencia. Marx consideraba que la teoría monetaria era una parte importante de su producción intelectual[4]. De todas formas, sigue siendo una parte relativamente subdesarrollada de la economía marxista[5].

La teoría económica dominante por lo general reconoce la figura de Marx como un gran pensador pero, o bien rechaza rotundamente su teoría monetaria, o bien ni siquiera está al corriente de que exista. Existe una percepción injustificada sobre Marx como un «metalista», con poca relevancia para los fenómenos monetarios contemporáneos. Esta visión es predominante en gran parte debido a Schumpeter, cuyas frecuentes e injustificadas afirmaciones sobre la historia del pensamiento económico pueden confundir a aquellos no familiarizados con los textos originales[6]. Otra posible causa son las referencias de Marx al oro —ciertamente abundantes—, que frecuentemente han confundido a los economistas marxistas y heterodoxos[7]. Además, algunos teóricos monetarios marxistas han tratado de encontrar un posible papel del oro en los fenómenos monetarios contemporáneos, particularmente en los aspectos relacionados con la función del dinero como medida de valor[8]. La presunción es que, a menos que se demuestre que el dinero adopta la forma mercancía —una forma que contiene valor—, la teoría monetaria de Marx, por no mencionar la teoría del valor trabajo, estaría obsoleta.

---

[4] Ya en 1858, mientras completaba *A Contribution to the Critique of Political Economy*, Marx escribió a Engels en una carta: «Si estoy equivocado, también lo está toda la historia de la teoría monetaria». K. Marx y F. Engels, *Collected Works, Correspondence*, *1856-1859*, Londres, Lawrence and Wishart, vol. 40,1983, p. 396.

[5] Esto es especialmente cierto para el marxismo anglosajón actual, pero no tanto para el marxismo alemán ni para el japonés.

[6] Véase, por ejemplo, J. A. Schumpeter, *History of Economic Analysis*, Nueva York, Oxford University Press, 1954, p. 290.

[7] Un ejemplo característico es Don Lavoie, «Marx, the Quantity Theory, and the Theory of Value», *History of Political Economy*, núm. 18:1, 1986.

[8] Véase, por ejemplo, Claus Germer, *The Commodity Nature of Money in Marx's Theory,* Londres, Routledge, 2004.

El rechazo o la lectura partidista de los textos de Marx se debe también a la inherente dificultad del propio material. Gran parte del trabajo monetario avanzado de Marx se encuentra, organizado de forma caótica, en la Quinta Parte del tercer volumen de *El capital*. De hecho, se trata en realidad de un embrollo de notas que Engels encontró tras la muerte de Marx entre sus papeles y que organizó para que fueran publicables en un verdadero gesto de amistad. A primera vista, parece una mezcla de notas teóricas, observaciones empíricas, largas citas y comentarios sobre terceros. Para apreciar su profundidad es necesario perseverar y, sobre todo, situarlo en el contexto institucional apropiado, que incluye el desarrollo del pensamiento monetario, algo que raramente hacen aquellos que comentan la teoría monetaria de Marx.

No obstante, incluso la teoría monetaria de Marx editada para ser publicada presenta problemas desalentadores. En su núcleo radica un análisis muy denso de la dialéctica del valor y el dinero, al lado de una discusión crítica con una gran variedad de teóricos monetarios. Para aquellos que estén familiarizados con el método de Marx, estos escritos monetarios pueden ser una fuente inacabable de conocimiento. Para aquellos formados en la economía neoclásica, la predominancia de la dialéctica, así como las referencias sistemáticas de Marx a la historia del pensamiento económico, plantean un reto infranqueable.

La piedra angular del análisis publicado por Marx sobre el dinero se encuentra en el primer volumen de *El capital*. Los puntos relevantes están también disponibles en los *Grundrisse*, aunque estrictamente hablando estos últimos, de acuerdo con Marx, no estaban aún listos para ser publicados y aparecieron mucho después de su muerte[9]. Igualmente importante es *La contribución a la crítica de la economía política*, la primera incursión sistemática de Marx en la economía política, que fue publicada una década antes que *El capital*. En ese trabajo, Marx hizo una de las primeras revisiones de la bibliografía de la historia de la teoría monetaria, a la vez que situaba su propio análisis monetario en un contexto apropiado. El dominio de *La contribución* —y del trabajo de los teóricos revisados en ese libro— es una condición *sine qua non* para apreciar el valor de la teoría monetaria de Marx.

Durante décadas, los teóricos marxistas han leído cuidadosamente el primer volumen de *El capital* y los *Grundrisse* (pero mucho menos *La contribución*), a menudo con el objetivo de desarrollar la teoría del valor trabajo. En los últimos años, por ejemplo, ha surgido una oleada de textos que tratan el valor como

[9] La visión de Rosdolsky sobre el lugar que ocupan los *Grundrisse* entre los escritos de Marx es excepcional, y muchos de sus trabajos se centran precisamente en el análisis del dinero de Marx. Roman Rosdolsky, *The Making of Marx's «Capital»,* Londres, Pluto Press, 1977.

trabajo abstracto, lo que necesariamente tiene una expresión monetaria —es decir, lo que necesariamente aparece como dinero. El origen de estos trabajos son en última instancia los *Ensayos sobre la teoría marxista del valor* de Rubin, publicados en la Unión Soviética en los años veinte. Su trabajo ha tenido una influencia muy fuerte en los textos contemporáneos sobre el valor, por ejemplo a través de la corriente «forma del valor»[10]. También ha influido el reciente resurgimiento de las interpretaciones monetarias de la teoría del valor de Marx, a menudo con un deje neohegeliano[11].

La preocupación por la relación entre el valor y el dinero en los últimos años es un aspecto característico de un interés revivido por la teoría monetaria entre los economistas marxistas[12]. Los trabajos resultantes han abierto perspectivas nuevas para la economía política marxista, aunque la mayoría de autores han dirigido sus esfuerzos fundamentalmente hacia el valor, en lugar de hacia el dinero. Es decir, rara vez se ha logrado una comprensión específica de los fenómenos monetarios como un aspecto esencial de la economía capitalista[13]. En contraste con los escritos monetarios de Marx, estos trabajos casi nunca se enfrentan a los análisis monetarios no marxistas, ni sitúan el análisis marxista dentro de la amplia evolución de la teoría monetaria. Por último, aunque no menos importante, gran parte de estos trabajos sacrifican el análisis económico a expensas de un exceso de argumentación hegeliana[14].

Los textos monetarios de Marx deberían ser evaluados de forma crítica, tanto por su coherencia interna como por su relación con la teoría monetaria clásica y otras teorías. En última instancia, el estatus de la teoría monetaria marxista depende del conocimiento que ofrece sobre los fenómenos monetarios contemporáneos. La relevancia es el requisito primordial, debido particularmente a las considerables características monetarias del capitalismo

---

[10] Geert Reuten y Michael Williams, *Value Form and the State*, Londres, Routledge, 1989.

[11] Por ejemplo, Christopher J. Arthur, «Money and the Form of Value» en Riccardo Bellofiore y Nicola Taylor (eds.), *The Constitution of Capital,* Nueva York, Palgrave Macmillan, 2004; y Patrick Murray, «Money as Displaced Social Form: Why Value cannot be Independent of Price», en Fred Moseley (ed.), Londres, Palgrave Macmillan, 2004.

[12] La recopilación de Moseley resume admirablemente gran parte del estado actual en este campo. Fred Moseley (ed.), *Marx's Theory of Money: Modern Appraisals,* Londres, Palgrave Macmillan, 2004.

[13] La excepción destacada es Foley, cuyas ideas han sido vitales para desarrollar la teoría monetaria de Marx, como también se menciona en otros lugares del libro. Véase, Duncan Foley, «The Value of Money, the Value of Labour Power and the Marxian Transformation Problem», *Review of Radical Political Economics,* núm. 14:2, 1982; y D. Foley, «On Marx's Theory of Money», *Social Concept,* núm. 1:1, 1983, pp. 5-19. Aun así, el concepto de Foley de Expresión Monetaria del Trabajo, desarrollado en conexión con su solución al problema de transformación, tiene un poder explicativo sobre el valor del dinero que es limitado, véase Ben Fine, C. Lapavitsas y Alfredo Saad-Filho, «Transforming the Transformation Problem: Why the "New Interpretation" is a Wrong Turning», *Review of Radical Political Economics,* núm. 36:1, invierno de 2004, pp. 3-19.

[14] Un ejemplo característico es C. J. Arthur, para quien la dialéctica hegeliana substituye por completo la teoría monetaria y el análisis económico («Money and Exchange», *Capital and Class,* núm. 30:3, 2006). Para una respuesta explicativa, véase Thomas Sekine, «Arthur on Money and Exchange», *Capital and Class,* núm. 33:3, 2009.

financiarizado. Los propios textos de Marx fueron producidos, como es evidente, en condiciones muy diferentes del desarrollo monetario capitalista. No obstante, todavía pueden aportar una guía poderosa si se considera su contexto intelectual e histórico, tal y como se muestra en la siguiente sección.

La teoría marxista del dinero en relación con la economía neoclásica y el chartalismo

La relevancia de cualquier teoría monetaria para los fenómenos monetarios actuales se deriva en parte de la respuesta que ofrece a esta pregunta: ¿qué es el dinero y de dónde emerge? A primera vista, la pregunta parece trivial o poco inteligible, aunque si se examina más minuciosamente se descubre su verdadera complejidad e importancia. Por ejemplo, el dinero tiene la capacidad de comprar mercancías, pero no se puede comprar en sí mismo; los participantes del mercado tienen dinero pero no lo consumen directamente; el dinero está normalmente en movimiento pero también permanece estático en forma de atesoramientos; y así podríamos continuar. ¿Por qué una entidad económica tan poco corriente está presente en los mercados? ¿Y cómo surge?

Marx ofreció una respuesta peculiar a esta pregunta, cuya importancia solo puede ser plenamente apreciada en el contexto de otras teorías monetarias[15]. Es destacable, por ejemplo, que la economía política clásica tenga poco que ofrecer a este respecto. Ciertamente los economistas clásicos estaban interesados en las peculiaridades del dinero pero, por decirlo de algún modo, se aproximaron a la cuestión de un modo instrumental. Adam Smith planteó la visión estándar en *La riqueza de las naciones* cuando analizó el intercambio «primitivo»[16]. En pocas palabras, si no hubiera dinero, prevalecería el intercambio directo de mercancías; de todas formas, se producirían interferencias constantes en el intercambio directo, dado que las mercancías de los comerciantes serían incompatibles en términos de cantidades, calidad, tiempo de intercambio y demás. De este modo, un comerciante «prudente» acabaría por guardar una mercancía que todos los demás desearan para facilitar el intercambio, y esta mercancía es el dinero.

Smith era así plenamente consciente de los problemas económicos que conlleva el intercambio directo, y los asoció con el dinero. Pero no afrontó la parte más difícil del problema: ¿por qué tendría que haber una mercancía deseada por todos? Y, ¿cómo podría surgir una mercancía como esta si no hubiera ya dinero? En pocas palabras, ¿qué es la «esencia del dinero» y de dónde viene? Las respuestas a esta pregunta comenzaron a aparecer

[15] La discusión en esta sección se basa en C. Lapavitsas, *Social Foundations of Markets, Money and Credit*, cit., cap. 3.

[16] Adam Smith, *The Wealth of Nations*, ed. Edwin Cannan, Londres, Methuen, 1904, vol. 1, cap. 5.

solo después del inicio del declive de la Escuela Clásica, fueron aportadas simultáneamente por la economía neoclásica, la Escuela Historicista Alemana y el marxismo[17]. El primer gran economista en afrontar la cuestión fue Marx, aunque sus opiniones son las menos conocidas dentro de la teoría económica. No obstante, el poder de la respuesta de Marx sólo es apreciable si se considera el contexto de las otras dos escuelas.

La economía neoclásica comprende dos corrientes teóricas en relación con esta cuestión. La corriente dominante está estrechamente asociada con la formulación del Equilibrio General, de Leon Walras, en *Elementos de la economía pura,* donde el dinero aparece como una medida abstracta del valor y como un medio de cambio. A pesar de ser consciente del lugar fundamental del dinero en el intercambio de mercancías, esta aproximación no ofrece ninguna explicación al surgimiento endógeno del dinero[18]. Los modelos del Equilibrio General, que pretenden ser la formulación teórica más avanzada de los mercados capitalistas, tratan en última instancia del comercio capitalista como un intercambio directo.

La corriente neoclásica secundaria, que se origina con la Escuela Austriaca y en particular con Carl Menger, ofrece mucho más a este respecto[19]. Evitando las formulaciones matemáticas de las operaciones del mercado, Menger se centró en las acciones y en las elecciones individuales. Su argumento, simplificado brutalmente, es el siguiente: las mercancías tienen, por defecto, distintas «capacidades de comercialización»; los individuos talentosos identifican y demandan mercancías con mayor «capacidad de comercialización», de modo que facilitan sus propias transacciones; otros individuos aprenden con el ejemplo y también demandan mercancías con mayor «comerciabilidad»; de esta manera, la «capacidad de comercialización» de una mercancía aumenta hasta que domina a las otras y se convierte en dinero.

---

[17] Este punto es olvidado a menudo por parte de los antropólogos, sociólogos y otros científicos sociales que discuten el origen del dinero y critican la «teoría económica» por relacionar el dinero con el intercambio directo. De este modo, David Graeber ataca vilmente a Smith por asumir una sociedad «primitiva» y un estado imaginario de intercambio del que presuntamente emerge el dinero (*Debt: The First 5000 Years*, Nueva York, Melville House, 2011, cap. 2). Por supuesto, no hay pocas dudas de que la visión de Smith sobre el trueque en las sociedades «primitivas» es falaz y un producto de su tiempo. Sin embargo, hacer la abstracción del trueque, aunque esta sea tosca, no es precisamente el problema principal del análisis de Smith, especialmente cuando esta abstracción le permitió plasmar las dificultades económicas del intercambio directo de un modo ejemplar. El problema es más bien que esta abstracción no le proporciona a Smith un fundamento lógico para explicar el surgimiento del dinero a partir de las dificultades del intercambio directo. La «teoría económica» contemporánea es plenamente consciente de esta debilidad y ha respondido desarrollando una variedad de abstracciones que van más allá, y que se mencionan brevemente en el texto que viene a continuación. Graeber, y otros críticos que vienen de la antropología y de disciplinas relacionadas, no parecen darse cuenta de este aspecto de la teoría monetaria moderna.

[18] Tal y como fue reconocido explícitamente por Frank Hahn, *Money and Inflation*, Blackwell, Oxford, 1982.

[19] Carl Menger, «On the Origin of Money», *Economic Journal,* núm. 2, 1892, pp. 239-255. Carl Menger, *Principles of Economics*, Nueva York, New York University Press, 1981.

El argumento de Menger tiene una lógica poderosa, pero lo que le otorga coherencia es que presenta el dinero únicamente como medio de intercambio y eso le impide prestar atención a sus funciones más complejas, como la de medio de atesoramiento. Esto tiene probablemente relación con su limitado enfoque sobre la teorización económica, basada en extremo en el individualismo metodológico. De todas formas, la tradición austriaca sigue ofreciendo el mejor argumento para la teoría neoclásica sobre la cuestión del surgimiento del dinero. En los últimos años, se han producido diversos intentos de incorporar el argumento de Menger dentro del Equilibrio General walrasiano, que han añadido bastante formalismo pero no mucha sustancia[20].

La Escuela Historicista Alemana —en discusión con los austriacos— rechazó la teorización individualista de la economía de Menger y apoyó las descripciones analíticas de los procesos económicos que se derivaban de la evidencia histórica acumulada. Consecuentemente, no produjo una teoría del surgimiento del dinero. Sin embargo, generó un cuerpo de análisis que sitúa el dinero en un contexto social más amplio, de modo que se asocia con las fuerzas que no son ni de mercado ni económicas. Su legado ha sido importante en todas las ciencias sociales, aunque no tanto en la economía, y su prominencia ha aumentado en los últimos años.

Los enfoques sobre el dinero más influyentes que, a grandes rasgos, pertenecen a esta corriente aparecieron cuando la Escuela Historicista Alemana entró en su fase de decadencia[21]. Una prominente perspectiva que asocia el dinero con fuerzas no económicas de carácter comunitario se deriva de las antiguas prácticas de compensación por daños infligidos a terceros, comúnmente conocidas como *wergeld*. Este enfoque ha tenido una influencia considerable entre los científicos sociales, aunque por razones obvias, no entre los economistas[22]. Otra influyente perspectiva, conocida como chartalismo, identifica el origen del dinero con el Estado. Su exponente más

---

[20] La aportación más original a esta bibliografía es Robert A. Jones, «The Origin and Development of Media of Exchange», *Journal of Political Economy*, núm 84, 1976. Para una discusión más profunda y con mayor variedad de enfoques sobre el surgimiento del dinero, véase Lapavitsas, *Social Foundations of Markets, Money and Credit,* cap. 3, 6.

[21] Probablemente el último eco sistemático de la Escuela Historicista Alemana en la cuestión del surgimiento del dinero se puede encontrar en Max Weber, *Economy and Society: An Outline of Interpretive Sociology*, Nueva York, Bedminster Press, 1968 [ed. cast.: *Economía y sociedad,* México DF, FCE, 2014].

[22] En los últimos años, el enfoque del *wergeld* ha sido defendido con fuerza por el erudito numismático Philip Grierson. Cabe señalar que Karl Polanyi y sus seguidores, por ejemplo George Dalton, han presentado argumentos claros sobre el dinero y los mercados que se hacen eco de los de la Escuela Historicista Alemana y del marxismo. Algunas de estas ideas —como por ejemplo la distinción entre el dinero de «propósito general» y el dinero de «propósito especial»— han sido muy influyentes dentro de la antropología y la sociología. Sin embargo, no forman parte de un análisis teórico del surgimiento del dinero y, por tanto, no son directamente relevantes para nuestros intereses.

conocido es Georg Friederich Knapp, quien en *The State Theory of Money* afirma que el dinero es una convención legal sobre el valor impuesta por el Estado. A diferencia del enfoque del *wergeld*, el chartalismo siempre ha mantenido la vista puesta en la economía[23]. El argumento de que el dinero es esencialmente una construcción arbitraria que mide el valor de las mercancías sobre la base de convenciones legales y consuetudinarias ha resurgido en los últimos años de la mano de los poskeynesianos[24].

La visión del chartalismo resulta atractiva bajo las condiciones de capitalismo financiarizado, desde el momento en que la esfera monetaria se ve empapada de dinero crediticio convertible únicamente en dinero de curso legal por el respaldo del Estado: es fácil asumir que la medida del valor es el resultado de la palabra del Estado.

Tanto la aproximación al surgimiento del dinero que propone el *wergeld* como la chartalista son más amplias que el análisis neoclásico, en tanto tienen en cuenta las distintas funciones del dinero en vez de centrarse únicamente en el dinero como medio de intercambio. Además, ambas incorporan una riqueza de factores no económicos para explicar el surgimiento del dinero y, por esto, son especialmente atractivas para los antropólogos y los economistas. Además, la aproximación de la Escuela Historicista Alemana parece encajar de manera natural con la evidencia empírica que proporciona la historia sumeria y babilónica respecto del surgimiento del dinero y el crédito en sociedades basadas en prerrogativas reales y sacerdotales[25]. En este sentido, los orígenes del dinero parecen no estar relacionados con el intercambio de mercancías.

---

[23] Atrajo incluso la atención de Keynes en su obra *The General Theory of Employment* ..., cit., p. 3.

[24] Véase L. Randall Wray, *Money and Credit in Capitalist Economies*, Aldershot and Brookfield, Edward Elgar, 1990; Wray, *Understanding Modern Money*, Cheltenham, Edward Elgar, 1998; Wray, «*Modern Money*» en John Smithin (ed.), *What is Money?*, Londres, Routledge, 2000; y Wray (ed.), *State and Credit Theories of Money*, Cheltenhamm Edward Elgar, 2004; véase también Geoffrey Ingham, *The Nature of Money*, Cambridge, Polity Press, 2004. Tanto Wray como Ingham atribuyen muchas de sus reflexiones a Alfred Mitchell-Innes, *What Is Money?* y *The Credit Theory of Money*, ambos reimpresos en Wray, *State and Credit Theories of Money.*

[25] Véase G. Ingham, «Babylonian Madness» en Smithin (ed.), *What Is Money?*; y Ingham, *The Nature of Money.* Cabe señalar que la búsqueda de evidencias históricas para apoyar la visión de que el dinero surge como una unidad de cuenta abstracta es anterior a la reciente fijación en Sumeria y Babilonia. Luigi Einaudi, cuyas apreciaciones son extrañamente ignoradas por los chartalistas contemporáneos, ha argumentado que el dinero medieval europeo fue originalmente un unidad de cuenta imaginaria («The Theory of Imaginary Money from Charlemagne to the French Revolution» en Frederic Lane y Jelle Riemersma, *Enterprise and Secular Change,* 1953; y «The Medieval Practice of Managed Currency» en Arthur David Gayer (ed.), *The Lessons of Monetary Experience,* Londres, George Allen & Unwin, 1970). Desafortunadamente, según los historiadores esta visión no se sustenta de ninguna manera, y han demostrado que el dinero medieval era realmente un medio de cambio, véase Hans Van Werveke, «Monnaie de Compte et Monnaie Réelle», *Revue Belge de Philologie et d' Histoire,* núm. 13: 1-2, 1934. Esta es quizás la razón por la que los chartalistas buscan refugio en los campos y desiertos de Mesopotamia.

La presunta conexión histórica entre el dinero y las prácticas crediticias de las sociedades antiguas de Oriente Medio ha ofrecido nuevas posibilidades para desarrollar teorías alternativas sobre el origen del dinero. En relación con esta conexión, el análisis de la teoría económica dominante ha sido útil para los teóricos alternativos, incluso aun cuando los críticos, que no son economistas, a menudo no lo reconozcan. Así, tanto Joseph Schumpeter como John Hicks han desarrollado las teorías crediticias del dinero.[26] A pesar de las diferencias existentes, ambos postulan que la interacción fundamental entre los agentes económicos se caracteriza por las relaciones de crédito basadas en las promesas de pago, en lugar de en el intercambio de mercancías equivalentes. Desde esta perspectiva, el dinero es una promesa de pago que debe estar basada en relaciones de confianza, poder, costumbres sociales, etcétera. Según los críticos de la economía dominante, tratar el dinero como una promesa de pago parece aumentar las posibilidades de producir un análisis alternativo: el dinero no tiene por qué ser una mercancía y su origen puede situarse en relaciones sociales no comerciales típicas de las sociedades históricamente no capitalistas[27].

Se pueden hacer unas cuantas críticas a los enfoques sobre el dinero derivados de la Escuela Historicista Alemana. En primer lugar, cabe destacar que su punto fuerte es también la fuente de su debilidad. Al enfatizar el papel de las fuerzas no económicas en el surgimiento del dinero, los teóricos sitúan sus orígenes fuera del proceso de intercambio— e incluso totalmente fuera de la esfera de la economía. Esto resulta muy insatisfactorio para explicar un fenómeno que es claramente económico y que está estrechamente relacionado con los mercados. Una cosa es reconocer que el dinero tiene dimensiones no económicas, y otra muy distinta es argumentar que surge de manera independiente a los procesos económicos. En segundo lugar, la visión chartalista de que el dinero es una medida de valor determinada arbitrariamente por el Estado es de por sí una afirmación arbitraria. Ciertamente, el Estado interviene en el funcionamiento del dinero, pero esto no significa que el dinero esté por lógica ligado al Estado.

---

[26] J. A. Schumpeter, *The Theory of Economic Development*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 1934 [ed. cast.: *Teoría del desenvolvimiento económico*, México DF, FCE]; John Hicks, *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford, Clarendon Press, 1967. La teoría de Schumpeter es menos accesible y menos conocida; véase Marcello Messori, «Credit and Money in Schumpeter's Theory» en Richard Arena y Neri Salvadori (eds.), *Essays in Honour of Augusto Graziani,* Aldershot, Hants, Ashgate, 2004.

[27] Sobre esta base, Ingham ha erigido incluso un argumento sociológico complejo respecto al dinero como una relación social; G. Ingham, *The Nature of Money*, Cambridge, Polity Press, 2004. Sin embargo, el intento más reciente, y de lejos el más ambicioso, de desarrollar las diversas dimensiones de la aproximación de la Escuela Historicista Alemana usando el conocimiento antropológico lo ha llevado a cabo David Graeber, *Debt: The First 5000 Years,* Nueva York, First Melville House Printing, 2011 [ed. cast.: *En deuda. Una historia alternativa de la economía,* Madrid, Ariel, 2014]. Tanto Ingham como Graeber no consideran la teoría del dinero de Marx, a pesar de que ambos la conocen.

Para que una autoridad externa al mercado determinara la base de la medición del valor de las mercancías, necesitaría poseer una omnisciencia y un poder extraordinarios. En tercer lugar, las teorías del dinero basadas en el crédito tienen un punto débil antes mencionado: las formas de dinero mercancía no son promesas de pago en tanto incorporan valor. De hecho, el capitalismo avanzado se basa en dinero que comprende promesas de pago, pero sólo un gran salto en la lógica argumentativa podría igualar el dinero con una promesa de pago, es decir, con una deuda[28]. En cuarto lugar, y de forma más general, las teorías del dinero basadas en el crédito ofrecen un fundamento muy limitado para explicar el colapso de las relaciones financieras y el correspondiente auge de las relaciones monetarias característico de las crisis capitalistas.

Vale la pena señalar, aunque de manera secundaria, que algunos aspectos de la perspectiva chartalista se remontan a la economía política clásica. Sir James Steuart propuso una versión bien desarrollada de la medida del valor abstracto, poco antes de que Adam Smith escribiera *La riqueza de las naciones*. En *Inquiry into the Principles of Political Economy,* Steuart sugirió que la «moneda de cuenta» es un numerario abstracto que establece precios ideales a los que luego «la moneda material» se aproxima en la práctica[29]. Marx, a pesar de tener el análisis monetario de Steuart en alta consideración, rechazó su visión y ofreció una nueva perspectiva sobre el origen del dinero en el intercambio de mercancías[30].

La esencia de la objeción de Marx a la teoría de Steuart sobre el numerario abstracto fue que este establece una relación confusa entre los precios ideales (definidos de forma abstracta por el dinero, ya sea por escrito o mentalmente) y los precios reales (definidos en la práctica por el dinero en el proceso regular de intercambio de mercancías). La distinción entre ambos es válida y característica del intercambio de mercancías, pero los

[28] Un salto que Graeber intenta realizar con decisión. Graeber confunde la confianza en la que todo dinero debe basarse —es decir, la confianza de aceptar el dinero como una representación del valor – con la confianza como esencia del crédito— es decir, la confianza de aceptar la validez de la promesa de un pago futuro. D. Graeber, *Debt: The First 5000 Years*, cit., cap. 3.

[29] James Steuart, *An Inquiry into the Principles of Political Economy*, vol. 2, part 3, cap. 1, 2; en *Works, Political, Metaphysical, and Chronological, of the Late Sir James Steuart,* Londres, Routledge, 1995.

[30] K. Marx, *A Contribution to the Critique of Political Economy*, Mosú, Progress Publishers, 1970, pp. 79-81. Véase también el debate entre Lapavitsas e Ingham: Geoffrey Ingham, «Fundamentals of a Theory of Money: Untangling Fine, Lapavitsas and Zelizer», *Economy and Society,* núm. 30:3, 2001; C. Lapavitsas, «The Social Relations Of Money as Universal Equivalent: A Response to Ingham», *Economy and Society,* núm. 34:3, 2005; Geoffrey Ingham, «Further Reflections on the Ontology of Money: Responses to Lapavitsas and Dodd», *Economy and Society,* núm. 35:2, 2006, pp. 259-278. Para un análisis anterior, que aborda el dinero como medida de valor en la teoría ricardiana en contraposición a la marxista, véase C. Lapavitsas, «The Classical Adjustment Mechanism of International Balances: Marx's Critique», *Contributions to Political Economy,* núm. 15:1, 1996, pp. 63-79.

precios reales no son aproximaciones en la práctica de los precios ideales. En lugar de esto, los precios reales reflejan factores locales, concretos y fortuitos; así pues, estos deben divergir, y de hecho lo hacen, de los precios ideales. Las divergencias no surgen de presuntas disparidades entre una medida ideal del valor y su aproximación material, sino de la determinación universal del valor en abstracto en comparación con la determinación concreta del valor en la práctica. Las operaciones efectivas del intercambio de mercancías convierten la abstracción del valor en un fenómeno real, pero lo hacen en unas circunstancias específicas. Además, el proceso de reconciliar los precios reales e ideales a menudo implica episodios económicos violentos, entre los que se encuentran las crisis monetarias. La medida del valor no tiene, sin embargo, nada de ideal o abstracto, dado que surge espontáneamente de las operaciones en el intercambio de mercancías.

El análisis de Marx sobre la esencia del dinero es anterior al análisis de la escuela neoclásica y al del historicismo alemán. Es profundamente teórico, aunque no a la manera del individualismo metodológico de Menger, antes bien incorpora la amplia variedad de funciones del dinero y de relaciones que abordó también la Escuela Historicista. Su forma acabada se encuentra en el capítulo 1 del primer volumen de *El capital*, donde Marx reclamó orgullosamente haber sido el primero en disipar el enigma de «la deslumbrante forma del dinero»[31]. *La contribución a la crítica de la economía política* había preparado el terreno, examinando la dialéctica del valor de uso y el valor de cambio, mientras que en los *Grundrisse* se explora el papel histórico y social del dinero.

De forma resumida, el dinero es una mercancía que surge espontáneamente como el «equivalente general» o la «forma independiente de valor». Según Marx, el surgimiento del dinero se produce necesariamente en el intercambio de mercancías debido a la unicidad contradictoria del valor de uso y el valor de cambio. Como valores de uso, las mercancías son imperfectamente divisibles, están disponibles en lugares y momentos específicos, son perecederas, etc. —son particulares. Como valores de cambio, son lo opuesto —son generales. De este modo, durante el intercambio directo, los dos aspectos se contradicen continuamente y esto conduce a una ruptura del intercambio. El surgimiento del dinero es necesario para resolver (o apaciguar) estas contradicciones. El dinero resuelve estas contradicciones en tanto es una forma independiente de valor que permite la separación entre ambos aspectos: las mercancías pueden ser valores de uso por sí mismas pero cuando se convierten en dinero pasan a ser valores de cambio. En pocas palabras, el intercambio monetario supera y trasciende el intercambio directo.

---

[31] K. Marx, *A Contribution to the Critique of Political Economy*, cit., p. 139.

La lógica necesidad del surgimiento del dinero tiene también una dimensión histórica y social, discutida más claramente por Marx en los *Grundrisse*. Para reproducirse, todas las sociedades deben intercambiar productos. No obstante, las sociedades en las que la producción está organizada básicamente en principios comunitarios y asociativos no tienen la necesidad de convertir los productos en mercancías. Los mecanismos consuetudinarios, jerárquicos, morales, políticos, entre otros, pueden facilitar el intercambio de productos de modo que el dinero quede excluido. Marx no suscribió la abstracción falaz de Adam Smith sobre el comercio «primitivo». Tratar el dinero como el resultado de las relaciones del intercambio de mercancías no tiene nada que ver con asumir que el dinero surge de un estado primordial de trueque.

Según Marx, las sociedades en las que la producción es dirigida por los propietarios privados y autónomos de los medios de producción transforman necesariamente los productos en mercancías. Estas sociedades dependen del mercado para organizar el flujo de mercancías y procurar la reproducción de las mismas: necesitan el dinero como organizador social, y en ninguna es este más necesario que en la sociedad capitalista. Sin embargo, el origen histórico del dinero no se encuentra dentro de la organización interna de las comunidades. El dinero no surge como un remedio para una economía de trueque que no funciona, sino allí donde distintas comunidades entran en contacto e intercambian mercancías[32]. Cuando las comunidades entran en contacto, dominan las relaciones de «otredad» y «foraneidad»; así se produce el intercambio de mercancías y surge el dinero como un representante independiente de valor. Se trata de un enfoque con potencial, cuya validez ha sido ampliamente confirmado por las investigaciones antropológicas y sociológicas desde hace mas de un siglo[33].

Según Marx, sin embargo, demostrar sólo que el dinero surge necesariamente en el intercambio de mercancías no resulta suficiente. La dificultad teórica real está en demostrar el proceso a través del cual el dinero surge espontáneamente; dicho de otro modo, el problema es especificar la «esencia del dinero». La respuesta de Marx está en el capítulo 1 del volumen I de *El capital* en su análisis de la «forma de valor» (para ser precisos, el análisis fue añadido por Marx en la segunda edición). Allí demuestra que el dinero surge a través de la dialéctica de la forma de valor relativa y la forma equivalente de valor, ambas intrínsecas al intercambio de mercancías. La forma relativa del valor representa el elemento activo, cuya parte empieza con el

---

[32] K. Marx, *Capital*, cit., vol. 1, pp. 182; K. Marx, *Capital*, cit., vol. pp. 447-448; K. Marx, *Grundrisse*, cit., p. 223.

[33] El énfasis en este aspecto es uno de los grandes méritos del tratamiento del dinero que hace la Escuela de Uno; véase C. Lapavitsas, *Social Foundations of Markets, Money and Credit*, cit., cap. 3.

acto de intercambio; la forma equivalente representa el elemento pasivo, la parte que responde[34].

La forma valor pasa por cuatro etapas a lo largo de la discusión dialéctica del valor relativo y el equivalente: la forma casual, la forma ampliada, la forma general y la forma dinero. En cada uno de estos estadios, la forma valor relativa y la forma equivalente del valor se transforman hasta que, en el estadio de la forma dinero, el equivalente se asocia definitivamente con una única mercancía. Esto ocurre en la medida en que el resto de mercancías actúan colectivamente como formas relativas y, de este modo, sitúan a la mercancía segregada como equivalente general —dinero. Así pues, el dinero mercancía adquiere lo que Marx llamó un «valor de uso formal» —es decir, puede intercambiarse con el resto de mercancías, lo cual constituye el fundamento de su esencia como dinero[35].

En la argumentación de Marx hay cabos sueltos —e incluso afirmaciones injustificadas—, particularmente en relación con la dialéctica de la transición entre los diferentes estadios[36]. Sin embargo, su análisis es muy potente por distintas razones. Entre otras muestra que el dinero surge espontánea y necesariamente en el intercambio de mercancías. Además, sitúa el surgimiento del dinero como el resultado de las acciones de las otras mercancías; el equivalente general universal se crea a través del colectivo de relativos. No obstante, todavía es más importante que el análisis de Marx se centre en el aspecto formal de la esencia del dinero, siendo esta una característica elemental que aparece en el proceso de intercambio y sin la cual no sería posible una explicación teórica del surgimiento del dinero. Las mercancías, como tales, son idénticas las unas de las otras; si una se mantiene al margen de las otras, entonces debe poseer alguna dimensión extra. Según Marx, esta dimensión extra surge única y necesariamente por la conducta del resto de mercancías (es decir, por los propietarios de las mercancías). La esencia del dinero, en otras palabras, no es ni un invento del Estado ni de ningún otro agente no económico: es una construcción social que surge espontáneamente de las interacciones de las mercancías y, por tanto, encierra un irreductible contenido económico.

---

[34] Esta aproximación al tratamiento del surgimiento del dinero que hace Marx fue desarrollada en la estela del espíritu de la Escuela de Uno —aunque no necesariamente al pie de la letra—, en C. Lapavitsas, «The Emergence of Money in Commodity Exchange»; véase también M. Itoh, «A Study of Marx's Theory of Value» en *Value and Crisis*, Londres, Pluto, 1980; y Thomas Sekine, «Marxian Theory of Value: An Unoist Approach», *Chiiki Bunseki, Aichi Gakuin,* núm. 37:2, 1999, pp. 99-136. La idea original en relación con la contradicción entre la parte activa («*to poioun*») y la pasiva («*to paskhon*») en el intercambio de mercancías viene de Aristóteles (por ejemplo, *Nicomachean Ethics*, Cambridge (MA) Harvard University Press, 1926, pp. 280-281; varias ediciones en castellano), cuyas visiones sobre el dinero y la ganancia se discuten con más detalle en el capítulo 6.

[35] K. Marx, *Capital*, cit., vol. 1, p. 184.

[36] Esto se discute más completamente en C. Lapavitsas, «The Emergence of Money in Commodity Exchange».

Por recapitular, según Marx, el dinero es el equivalente general, o la forma independiente de valor. Surge espontánea y necesariamente en el intercambio de mercancías como resultado del desarrollo de la forma valor y es estimulado por las contradicciones entre el valor de uso y el valor de cambio. El dinero tiene un papel histórico y social profundo para las sociedades que entablan intercambios de mercancías. La forma de dinero tiende a estar exclusivamente asociada con una mercancía, habitualmente el oro. El dinero mercancía es, de este modo, la forma original y fundamental del dinero.

Estas conclusiones constituyen un fundamento sólido para la teoría monetaria marxista pero podrían suponer también una fuente de problemas, en la medida en que aparentemente contradicen el predominio del dinero sin valor intrínseco en el capitalismo contemporáneo. ¿Es la teoría de Marx sobre el dinero capaz de esclarecer algunos de los aspectos monetarios más destacados de la financiarización: el ascenso y consolidación del crédito privado, el importante papel que desempeña el dinero del banco central respaldado por el Estado y el surgimiento del dólar como moneda cuasi mundial? La respuesta es afirmativa siempre y cuando se pongan las funciones del dinero en primer plano[37]. En este sentido, los dos siguientes epígrafes discuten el dinero crediticio privado y el dinero del banco central respaldado por el Estado; el capítulo luego pasa a hablar del dinero mundial, de modo que se allana el terreno para la discusión de los fenómenos monetarios de la financiarización que se da en los capítulos 8 y 9.

El dinero doméstico contemporáneo sin valor intrínseco: el dinero fiduciario, el dinero crediticio privado y el dinero del banco central respaldado por el Estado

El dinero fiduciario

Según la teoría monetaria marxista la forma original de dinero es la de una mercancía, habitualmente se considera el oro[38]. Aun así, nunca ha habido una única forma de dinero mercancía, sino distintas mercancías que eran usadas como dinero, por ejemplo, la sal, las pieles, el ganado, los esclavos, el tabaco, los metales, etcétera. Aunque el análisis marxista demuestra la tendencia del dinero mercancía a dominar al resto como forma independiente de valor, en la práctica este hecho tan particular no ha sucedido nunca. Ciertamente, los metales preciosos han ensombrecido a las otras formas de

---

[37] Esta discusión teórica se puede ampliar en C. Lapavitsas, «The Theory of Credit Money: A Structural Analysis», *Science and Society,* núm. 55:3, 1991, pp. 291-322; y M. Itoh y C. Lapavitsas, *Political Economy of Money and Finance*, cit., cap. 1.

[38] Esta visión es consistente con la evidencia histórica, así como con la asociación convencional del dinero con metales preciosos, particularmente el oro; véase Pierre Vilar, *A History of Gold and Money, 1450-1920*, Londres, Verso, 2011.

dinero mercancía a lo largo de la historia; sin embargo, incluso el oro y la plata funcionaron simultáneamente como dinero hasta la segunda mitad del siglo XIX, siendo el oro el que sustentaba el papel predominante.

La existencia de formas múltiples y simultáneas de dinero mercancía es el resultado natural del intercambio de mercancías, y no niega la tendencia hacia un equivalente general único. El motivo es que las fuerzas económicas y sociales que llevan al surgimiento del equivalente general se repiten constantemente en toda la esfera del intercambio. Estas fuerzas reflejan las condiciones locales con rasgos específicos y hacen surgir equivalentes locales y parciales. En cualquier momento del tiempo, es posible que haya varias mercancías que compitan por la posición de equivalente general[39]. Además, el privilegio de ser el equivalente general, o la única forma de valor, está continuamente en disputa entre las distintas mercancías, incluso aunque una se haya impuesto al resto. El éxito depende en parte de los rasgos físicos de la mercancía que trata de ser dinero y en parte de los factores económicos y sociales que hacen que se deposite confianza en su uso —los factores más amplios que sostienen la esencia del dinero. En este sentido, la mercancía que actúa como el equivalente general debe reafirmar continuamente su dominio sobre el resto.

El dinero fiduciario es una forma de dinero que surge principalmente debido a la tensión entre la función del dinero mercancía como medida de valor y su función como medio de circulación[40]. El uso en la práctica del dinero mercancía como medio de circulación acaba inevitablemente en su desgaste (exacerbado por el fraude y la falsificación). Se sigue que su función como medida de valor no puede llevarse a cabo de forma adecuada en tanto, por un lado, los valores de las mercancías se traducen en un conjunto de precios cuando se miden por el dinero mercancía intacto (y abstracto), y por otro, se traducen en un conjunto diferente de precios (más elevados) cuando son medidos por el dinero mercancía degradado (y en circulación). En otras palabras, las operaciones intrínsecas del intercambio de mercancías generan una forma (degradada) de dinero que se representa a sí misma. De ese modo, se abre espontáneamente el espacio para el surgimiento del dinero fiduciario —un signo del dinero mercancía.

La tensión entre sus funciones como medida de valor y como medio de circulación inherentes al dinero mercancía podrían mitigarse en parte si el Estado lo estandarizara. Al transformar el dinero mercancía en una moneda metálica se fortalece su aceptabilidad social, ya que se asocia el

---

[39] La lógica económica de este fenómeno se discute con detalle en C. Lapavitsas, «The Emergence of Money in Commodity Exchange».

[40] K. Marx, *A Contribution to the Critique of Political Economy*, cit., p. 110.

dinero con el poder del Estado[41]. La moneda también estabiliza la función de medida al fijar la unidad de cuenta en toda la esfera del intercambio, particularmente si el Estado logra limitar otros tipos y denominaciones de monedas dentro de su territorio.[42] Sin embargo, la acuñación no elimina el problema del desgaste a través de la circulación. De hecho, lo empeora, dado que el Estado podría alterar la moneda para disminuir la carga de sus deudas y de sus obligaciones.

El dinero fiduciario reemplaza al dinero mercancía mediante signos inconvertibles y sin valor emitidos por el Estado. Básicamente, el dinero fiduciario se basa en la confianza de la sociedad en la capacidad del Estado para hacer cumplir los pagos en esta forma de dinero; compite con el dinero mercancía y restringe su presencia en la esfera del intercambio; también procura una unidad de cuenta estándar para los precios. El dinero fiduciario puede tomar formas distintas, que van desde monedas de metal barato hasta dinero en papel de circulación forzosa o sofisticadas monedas de curso legal emitidas por los bancos centrales y respaldadas por la deuda del Estado. La forma dominante del dinero fiduciario en el periodo de financiarización se solapa con el dinero crediticio, tal y como se demuestra más adelante.

Las diferentes formas del dinero fiduciario tienen, de este modo, dos funciones fundamentales: medio de circulación y unidad de cuenta para los precios. La adecuación con la que se cumplan estas funciones depende del marco institucional de la circulación, pero también de la cantidad de moneda fiduciaria emitida por el Estado. Si hay un exceso de emisión, esto se traducirá obviamente en un aumento de los precios, lo cual implica un mal funcionamiento como unidad de cuenta; si persiste el exceso de emisión, la moneda fiduciaria fracasará entonces como medio de circulación. La inflación y la hiperinflación son, de este modo, amenazas constantes a la validez del dinero fiduciario. Sin embargo, en principio no hay razón para que algunas formas de dinero fiduciario no puedan funcionar indefinidamente en la esfera del intercambio. La moneda fiduciaria evita, por ejemplo, la necesidad de cortar los metales preciosos en cantidades diminutas; es más barato que emitir denominaciones muy pequeñas de dinero

---

[41] La moneda muy probablemente apareció primero en la antigua Asia Menor, pero en términos históricos fue esencialmente una invención griega, como ha sido demostrado por David Schaps, *The Invention of Coinage and the Monetization of Ancient Greece*, Ann Arbor, The University of Michigan Press, 2004. Probablemente surgió de forma independiente a la autoridad del Estado, aunque, al menos en el mundo de la antigua Grecia, su acuñación y su uso estuvieron irremediablemente conectados al poder del Estado.

[42] Los historiadores de la Europa Medieval han mostrado que cuando circulaban monedas de diferentes denominaciones estatales, solían haber significativos costes contables; véase Frederic Lane y Reinhold Mueller, *Money and Banking in Medieval and Renaissance Venice*, vol. 1, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 1985.

crediticio, o incluso de dinero electrónico, como se discute en el resto de este capítulo. La moneda fiduciaria se ha adaptado de forma extraordinaria a todos los aspectos de la circulación de mercancías, a través de una amplia gama de relaciones sociales e instituciones, a lo largo de la historia. La moneda contemporánea no resultaría para nada ajena para los habitantes de Venecia o a los plebeyos romanos.

El dinero crediticio privado y el dinero del banco central respaldado por el Estado

En contraste con el dinero mercancía y el dinero fiduciario, el dinero crediticio es una forma de dinero emitida por particulares que resulta de las relaciones de crédito entre los agentes de la circulación. Es inherentemente una promesa de pago en el futuro, un pasivo para el emisor. El dinero crediticio se crea normalmente cuando las instituciones financieras emiten pasivos para financiar sus préstamos. En este sentido, el dinero crediticio vuelve a su emisor cuando los préstamos vencen (se liquidan los pasivos)[43]. La liquidación final requiere, o bien la cancelación con otra promesa de pago, o bien la intervención del dinero mercancía o del dinero fiduciario.

El dinero crediticio está arraigado a la función del dinero como medio de pago y se presenta como un subproducto del desarrollo del crédito en las economías capitalistas[44]. En su forma original es una promesa de pagar una cantidad de dinero mercancía. Consecuentemente, el dinero crediticio brota de la esencia misma de las relaciones de crédito. Una promesa de pago es en última instancia capaz de funcionar como dinero gracias a la confianza en la capacidad del emisor para cumplir la promesa que ha hecho. A diferencia del dinero fiduciario, el dinero crediticio es una forma específicamente capitalista del dinero, en tanto se crea espontáneamente y de acuerdo con la demanda de crédito entre los empresarios capitalistas[45]. Habitualmente, los bancos avanzan los préstamos a las empresas industriales y comerciales, financiándolos a través de la expansión de los pasivos bancarios; así es como el dinero crediticio domina las transacciones a gran escala. El alcance del dominio del dinero crediticio sobre otras formas de dinero en circulación depende de la confianza que depositan los acreedores en la promesa de pago del emisor. Por eso, la confianza se deriva de la calidad de los activos del emisor, así como de su poder económico y social.

[43] El retorno del dinero crediticio a su emisor es la llamada «ley del reflujo», que fue señalada por Steuart y pasó a ser un rasgo definitorio de la Escuela Bancaria en Inglaterra; véase C. Lapavitsas, «The Banking School and the Monetary Thought of Karl Marx», *Cambridge Journal of Economics,* núm. 18:5, 1994, pp. 447-461.
[44] K. Marx, *Capital*, cit., vol. 1, p. 238.
[45] Esta es una perspectiva fundamental de la tradición postkeynesiana que está de acuerdo con la teoría monetaria marxista.

Además, la confianza depende de la estabilidad global del sistema crediticio en el cual los emisores hacen préstamos y crean dinero crediticio[46].

La forma específica del dinero crediticio depende así en gran medida de la estructura institucional y de las prácticas del sistema crediticio. El dinero crediticio ha cambiado sustancialmente a medida que el capitalismo se desarrollaba, pasando por instrumentos de crédito comercial que circulaban torpemente, a billetes privados y hasta depósitos que se multiplican constantemente y que son emitidos por instituciones financieras (principalmente bancos). El dinero crediticio ha evolucionado rápidamente bajo el capitalismo financiarizado, e incluso ha dado lugar a formas electrónicas, que se discuten más adelante.

El Estado interviene en el ámbito del dinero crediticio según lo que dicta la evolución espontánea del propio sistema crediticio. Las operaciones del sistema crediticio tienden a aislar a un banco del resto, de modo que se convierte en el banco de los bancos —el banco central. Concretamente los bancos tienden a concentrar sus reservas en un único banco y, en consecuencia, a preferir sus pasivos para establecer promesas de pago entre sí[47]. Así, existe la posibilidad de que el Estado declare los pasivos del banco de los bancos como moneda de curso legal, de modo que deba ser aceptada para liquidar las deudas y las obligaciones. La acción del Estado altera profundamente el dinero crediticio creado en el sector privado, porque lo convierte en una promesa de pago con los pasivos del banco central, en vez de con el dinero mercancía.

El Estado desempeña, de este modo, un papel decisivo en el ascenso y consolidación del dinero crediticio, así como al excluir el dinero mercancía de la esfera de la circulación. No obstante, para evitar hacerse una idea equivocada, es necesario un análisis cuidadoso de esta cuestión. El dinero crediticio llega a dominar espontáneamente las transacciones a gran escala en el capitalismo maduro, pero nunca elimina completamente al dinero mercancía de la esfera de la circulación, ni siquiera de la circulación de la renta personal. Los pasivos de los bancos tienden a seguir siendo promesas de pagar el dinero mercancía. Los metales preciosos tienen ventajas obvias, tanto en forma de monedas como en forma de lingotes (valor intrínseco, portabilidad, durabilidad, etcétera.), lo que les permite seguir sirviendo como dinero entre las empresas y en la circulación de la renta personal. De forma reveladora, y como adelanto de la próxima sección, los metales preciosos continúan siendo dinero mundial y los Estados mantienen reservas de dinero mercancía para los pagos y transferencias de valor.

---

[46] Estas cuestiones se discuten con más detalle en C. Lapavitsas, *Social Foundations of Markets, Money and Credi*t, cit., cap. 4.

[47] Algunos elementos de este proceso se discuten en el capítulo 5; véase también Itoh y Lapavitsas, *Political Economy of Money and Finance*, cit., caps. 1, 2, 3; y C. Lapavitsas, *Social Foundations of Markets, Money and Credit*, cit., cap. 4.

El cordón umbilical entre el dinero mercancía y la circulación capitalista sólo lo puede cortar el Estado. La forma habitual sería que el Estado eliminara la convertibilidad de los pasivos del banco central en dinero mercancía. En la época moderna, la acción decisiva en este sentido la tomó el Estado británico en 1914, cuando estalló la Primera Guerra Mundial[48]. Desde ese momento, la circulación del oro en el mercado doméstico de los países capitalistas avanzados dejó de ser significativa. Sin embargo, este mantuvo una importante presencia en el mercado mundial después de la Segunda Guerra Mundial, que vino apuntalada por los Acuerdos de Bretton Woods en 1944. El vínculo entre el dinero crediticio y el dinero mercancía se rompió finalmente entre 1971 y 1973, cuando EEUU renegó de su promesa de intercambiar una onza de oro por 35 dólares. El oro pasó a ser una reserva de última instancia, guardada y manejada celosamente por los bancos centrales y demás autoridades del Estado.

La ruptura del vínculo entre el dinero crediticio y el dinero mercancía ha tenido implicaciones profundas, tanto para la circulación doméstica como para la internacional. El impacto en la circulación internacional se discute en el próximo epígrafe; en la circulación doméstica, la eliminación del anclaje del oro ha hecho posible que el Estado, ya desde los años de entreguerras, pudiera manejar el dinero crediticio privado sobre la base de una forma de dinero crediticio respaldada por el Estado. Más concretamente, en el capitalismo contemporáneo el dinero crediticio creado por el Estado promete básicamente pagar con dinero crediticio del banco central (billetes y reservas bancarias), una vez el Estado lo ha declarado inconvertible en cualquier otra cosa. Este hecho ha permitido una intervención económica de gran alcance y, junto con la eliminación del anclaje internacional del oro, ha sido fundamental para la financiarización.

El dinero del banco central, que es inconvertible en dinero mercancía y a la vez es moneda de curso legal, es un híbrido peculiar entre el dinero fiduciario y el dinero crediticio. Por un lado, es dinero crediticio, que se crea cuando se avanzan los préstamos y se elimina cuando la deuda se salda, incluso aunque estas operaciones estén relacionadas con el banco central. Por otro lado, es dinero fiduciario porque se basa en la autoridad del Estado y lo apoyan los activos del banco central que habitualmente incluyen instrumentos de deuda del Estado. Este tipo de dinero híbrido tiene dos formas específicas: los billetes emitidos por el banco central y las

---

[48] La convertibilidad de la libra esterlina en oro fue suspendida también en 1797, cuando estallaron las Guerras Napoleónicas, pero el periodo de la «Restricción» finalizó en 1819, después de que diera lugar a la Controversia Bullionista, que motivó a Ricardo a adentrarse en la economía política. En ese momento, ni los británicos ni la economía mundial poseían mecanismos de crédito suficientemente avanzados como para permitir que la circulación progresase a través de dinero crediticio inconvertible.

reservas bancarias que se guardan en este mismo banco; ambos son fundamentales para la financiarización, pero funcionan de forma distinta. Sus diferencias se consideran con mayor detalle en la siguiente sección, aunque mencionaremos algunas a continuación.

En la práctica, los billetes están ausentes de las transacciones a gran escala entre empresas y rara vez se usan para pagar los salarios. Funcionan principalmente como medio de cambio y atesoramiento al final de la circulación de la renta individual[49]. La confianza que se necesita para que los billetes funcionen como dinero —su aceptabilidad social— se genera gracias al respaldo del Estado, así como mediante la costumbre del uso cotidiano. El uso de billetes varía significativamente entre los países avanzados, en función de los mecanismos institucionales de la banca, pero también de las costumbres y los hábitos de gasto de la renta personal. Los bancos centrales ofertan los billetes pasivamente, puesto que consideran que son en gran parte irrelevantes para la gestión del dinero crediticio y de los flujos de crédito en general[50].

Las reservas bancarias, por otro lado, son el principal medio de atesoramiento y pago entre las grandes instituciones financieras; proporcionan el medio de pago definitivo del dinero crediticio privado. De este modo, las reservas bancarias son un mecanismo vital del Estado no solo para gestionar el dinero doméstico, sino también para influir en los flujos de crédito. El desarrollo de las reservas bancarias depende, en primer lugar, de la confianza que los bancos privados tengan en el banco central y, en segundo lugar, del coste de su mantenimiento. La confianza en el banco central, a su vez, depende del respaldo del Estado, pero también de la calidad de sus propios activos. Los bancos centrales y los privados juegan continuamente con un complejo entramado de normas y prácticas institucionales para asegurar que las instituciones financieras, entre otras, sigan prefiriendo las reservas bancarias como forma primordial para la liquidación del dinero crediticio privado por parte de las instituciones financieras y no financieras. Esto inevitablemente tiene como resultado que, en la práctica, existan diferencias en el uso de los depósitos de reserva entre los países capitalistas desarrollados, lo que se discute en la siguiente sección.

---

[49] Los billetes también se usan en las transacciones criminales, ilícitas o «grises» y suele haber grandes volúmenes de billetes fuera del país de emisión; en lo que se refiere a los datos de los países más grandes, véase Kenneth Rogoff, «Blessing or Curse? Foreign and Underground Demand for Euro Notes», *Economic Policy,* núm. 13:26, abril de 1998. Esta cuestión también se considera en la siguiente sección.

[50] Como se establece claramente en Charles Freedman, «Monetary Policy Implementation: Past, Present and Future», *International Finance,* núm. 3:2, 2000.

El dinero doméstico sin valor intrínseco durante el proceso de financiarización: el dinero electrónico

De la discusión anterior se concluye que el dinero sin valor intrínseco no significa un problema para la teoría monetaria marxista —no existe un «metalismo» abrumador en los textos de Marx. El dinero sin valor intrínseco surge necesaria y espontáneamente y toma la forma tanto del dinero fiduciario como del dinero crediticio. Al igual que el primero es un sustituto simbólico del dinero mercancía, el segundo es una promesa de pago en dinero mercancía o en la unidad de dinero respaldada por el Estado que no tiene valor por sí misma. Ambas formas funcionan e intervienen en la circulación capitalista de acuerdo con las relaciones económicas e institucionales que respaldan su surgimiento.

A lo largo de la financiarización, tanto el dinero crediticio privado como el dinero del banco central respaldado por el Estado han continuado evolucionando, especialmente con la adopción de formas electrónicas. Además, han surgido formas de dinero electrónico que son cualitativamente distintas del dinero crediticio, un fenómeno bastante inusual en la circulación capitalista. Un examen empírico más detallado de estos fenómenos emergentes puede esclarecer las relaciones subyacentes del capitalismo financiarizado. La discusión que se da a continuación atañe a EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido, los cuatro países que a lo largo de este libro se observan más detenidamente en términos empíricos. Los datos se extraen del Banco de Pagos Internacionales (BIS) y se refieren a las décadas de 1990 y 2000, durante las cuales la financiarización alcanzó su momento de máximo apogeo.

El dinero crediticio privado toma forma electrónica

Resulta didáctico empezar el análisis describiendo brevemente las formas dominantes de las transacciones monetarias en los últimos años. El BIS clasifica las transacciones según sean en «efectivo» (realizadas con billetes y monedas) o «no en efectivo» (realizadas con tarjetas de crédito o débito, cheques o transferencias de crédito). En los términos del análisis anterior, las primeras son transacciones que usan dinero fiduciario o dinero del banco central respaldado por el Estado, mientras que las últimas son transacciones de dinero crediticio.

Entre las transacciones de dinero crediticio, hay pocos elementos para diferenciar sustancialmente los cheques de las transferencias directas de débito o crédito. Los cheques son órdenes de pago escritas que transfieren crédito entre cuentas bancarias, mientras que las transferencias directas

de débito o crédito son órdenes de pago que habitualmente tienen forma electrónica. La diferencia es que los cheques alteran las entradas de dinero, mayoritariamente en forma de papel, mientras que las transferencias hacen esto mismo de forma electrónica[51]. Las tarjetas de débito son otra forma de transferir fondos ya disponibles en las cuentas bancarias. Por otro lado, normalmente las tarjetas de crédito proveen de crédito a su poseedor a través de un préstamo que concede el emisor de las tarjetas. Sin embargo, las tarjetas de débito también permiten el giro de las cuentas bancarias existentes, de este modo queda desdibujada la diferencia entre poseer una suma de dinero y obtener nuevos fondos de un prestamista. Ambos tipos de tarjeta traspasan electrónicamente las entradas de dinero entre las partes implicadas en la transacción.

En vistas de esto, cabe considerar la evolución de las transacciones que no son en efectivo desde mediados de los años noventa hasta mediados de los años dos mil. Las figuras 1, 2, 3 y 4 muestran las tarjetas de crédito/débito, los cheques, las transferencias de crédito y los débitos directos como porcentaje del número total de transacciones que no se realizan en efectivo.

Ha habido una variación considerable en las formas dominantes de dinero crediticio entre los cuatro países durante este periodo. De forma consistente, Japón ha usado las tarjetas más que el resto, mientras que Alemania se ha quedado rezagada; los cheques no han tenido nunca mucho peso ni en Alemania ni en Japón, pero han sido muy utilizados en EEUU. Dejando a un lado el hecho de que estas variaciones reflejan las diferencias institucionales, legales e incluso culturales, cabe destacar que el uso de tarjetas ha crecido en toda la muestra, mientras que los cheques están en regresión. La disminución del uso de los cheques se aprecia mejor en EEUU, donde tradicionalmente se ha confiado en ellos para gran parte del total de transacciones[52].

---

[51] Esta similitud crea problemas técnicos de clasificación y presentación de cifras que son evidentes, por ejemplo, en los saltos repentinos de las series temporales de Japón en las figuras 4 y 5. En los datos de EEUU, los saltos son más virulentos, aunque aquí no nos refiramos a ellos. No obstante, estos problemas de clasificación no afectan a la esencia del análisis.

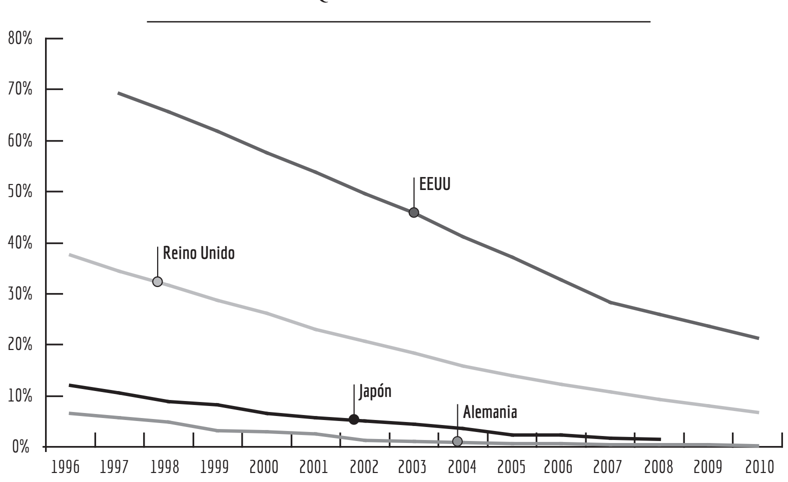
[52] Véase también Federal Reserve Bulletin, «The Use of Checks and Other Noncash Payment Instruments in the United States», diciembre de 2002; Federal Reserve Bulletin, «Trends in the Use of Payment Instruments in the United States», primavera de 2005; Federal Reserve, «The Future of Retail Electronic Payments Systems: Industry Interviews and Analysis», *Staff Study,* núm. 175, diciembre de 2002.

Gráfico 4.1. Tarjetas de crédito y débito como porcentaje del volumen total de transacciones que no se realizan en efectivo

90%
80%
70%
60%
50%
40%
30%
20%
10%
0%
Japón
EEUU
Reino Unido
Alemania
1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010

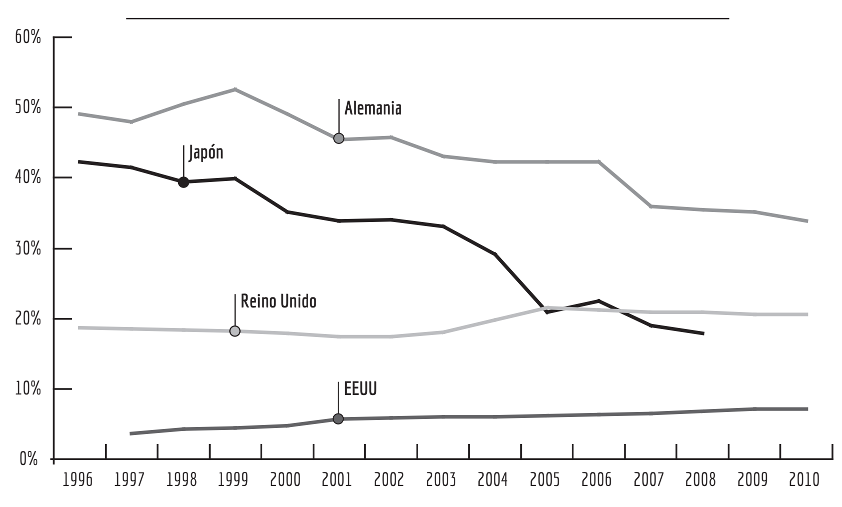
Fuente: BIS - Bank of International Settlements, *Statistics on payment, clearing and settlement systems in the Committee on Payment and Settlement Systems countries*, 2012, 2011, 2007, y 2002. Los datos para Japón de 2009 y 2010 y para EEUU de 1996 no están disponibles.

Gráfico 4.2. Cheques como porcentaje del volumen total de transacciones que no se realizan en efectivo



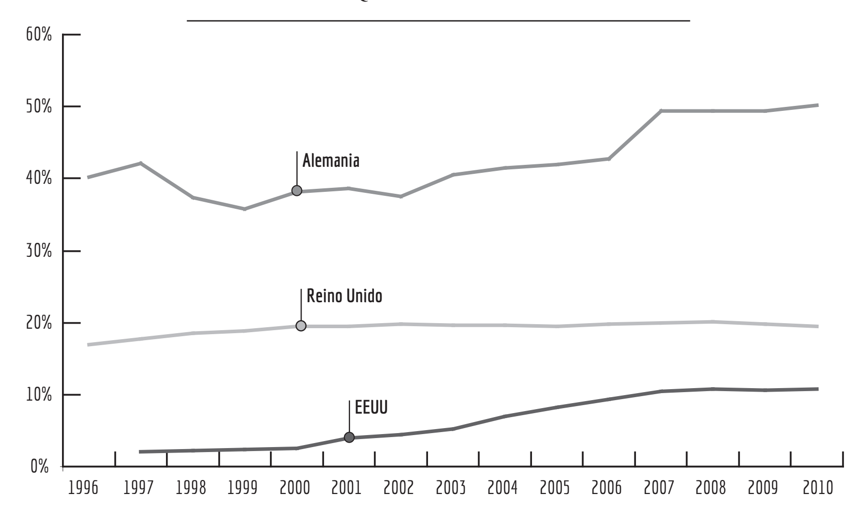
Fuente: BIS, *Statistics on payment, clearing and settlement systems in the Committee on Payment and Settlement Systems countries*, 2012, 2011, 2007, y 2002. Los datos para Japón de 2009 y 2010 y para EEUU de 1996 no están disponibles.

Gráfico 4.3. Transferencias de crédito como porcentaje del volumen total de transacciones que no se realizan en efectivo



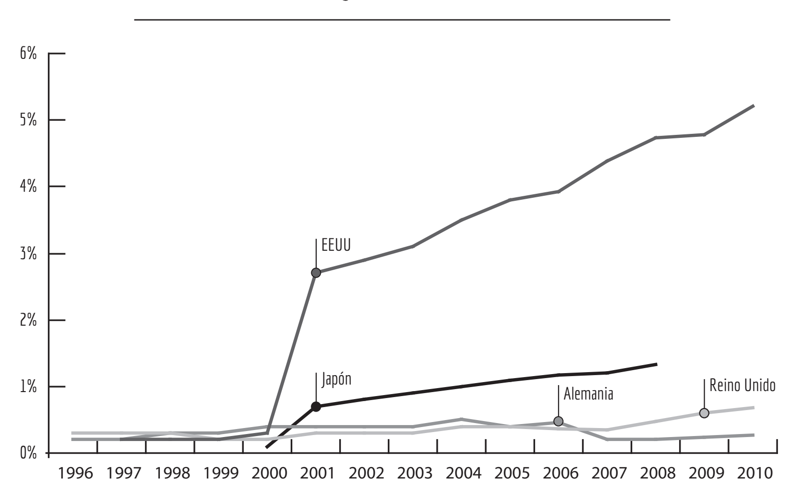
Fuente: BIS, *Statistics on payment, clearing and settlement systems in the Committee on Payment and Settlement Systems countries*, 2012, 2011, 2007, y 2002. Los datos para Japón de 2009 y 2010 y para EEUU de 1996 no están disponibles.

Gráfico 4.4. Débitos directos como porcentaje del volumen total de transacciones que no se realizan en efectivo



Fuente: BIS, *Statistics on payment, clearing and settlement systems in the Committee on Payment and Settlement Systems countries*, 2012, 2011, 2007, y 2002. Los datos para Japón de 2009 y 2010 y para EEUU de 1996 no están disponibles.

Gráfico 4.5. Tarjetas de crédito y débito como porcentaje del valor total de transacciones que no se realizan en efectivo

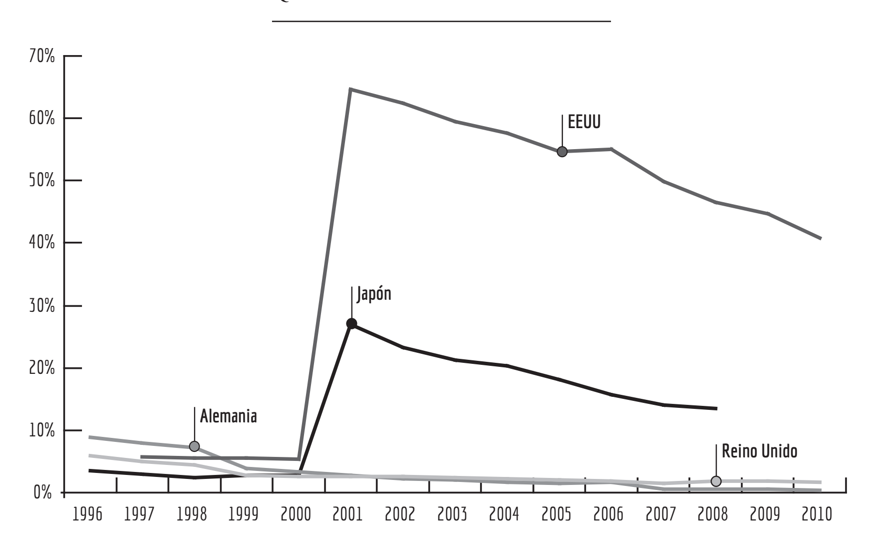


Fuente: BIS, *Statistics on payment, clearing and settlement systems in the Committee on Payment and Settlement Systems countries*, 2012, 2011, 2007, y 2002. Los datos para Japón de 2009-2010 y para EEUU de 1996 no están disponibles.

Cabe considerar ahora las tarjetas de crédito y débito, los cheques, las transferencias de crédito y los débitos directos en relación con el valor total de las transacciones no en efectivo, mostradas en los gráficos 5, 6, 7 y 8. Ha habido mucha menos variación entre los cuatro países (los saltos repentinos de los datos de EEUU reflejan cambios en la clasificación en lugar de cambios en el uso práctico del dinero). Si las medimos por su valor, la mayor parte de las transacciones que no se realizan en efectivo se han hecho a través de órdenes de pago entre cuentas bancarias, si bien EEUU aún mantiene en parte su predilección por las órdenes escritas en forma de cheques; de todas formas el uso de las órdenes en papel ha disminuido y continúa haciéndolo. Mientras tanto, el uso de tarjetas de pago ha crecido, incluso aunque el valor intermediado haya sido una fracción pequeña del total.

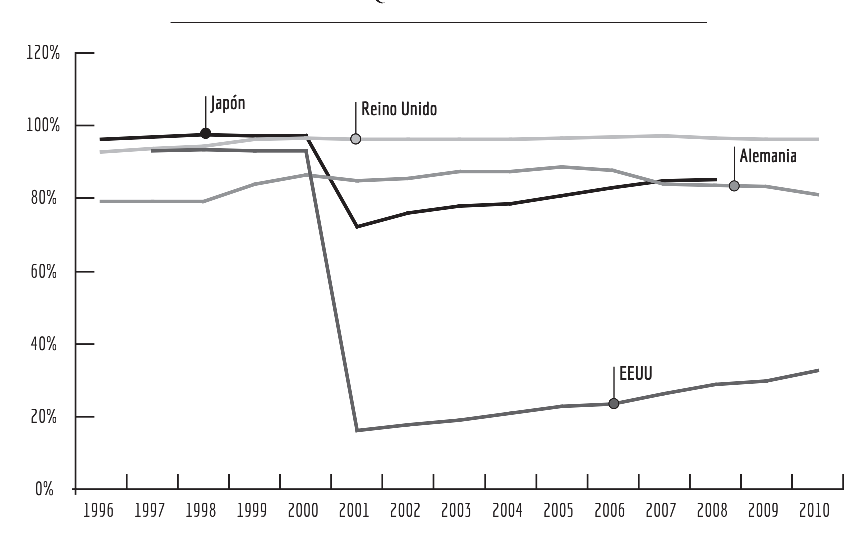
Si extrapolamos el número y el valor total de transacciones, vemos que las transferencias de crédito, los débitos directos y los cheques han sido la forma de dinero utilizado en las transacciones a gran escala durante este periodo. Es razonable suponer que han sido transacciones entre empresas, mientras que las tarjetas de débito y crédito se han utilizado principalmente en la circulación de la renta privada. Los datos también muestran que las formas electrónicas de transferencia de entradas de las cuentas bancarias han sido utilizadas cada vez más en comparación con las formas basadas en papel.

Gráfico 4.6. Cheques como porcentaje del valor total de transacciones que no se realizan en efectivo



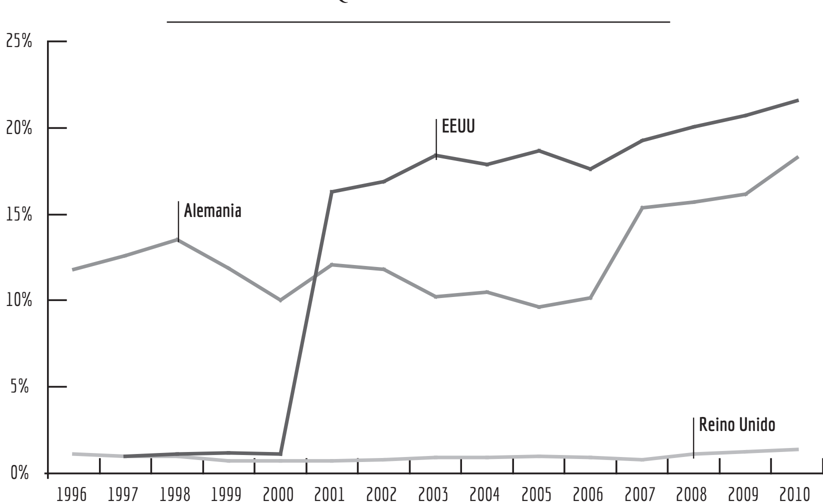
Fuente: BIS, *Statistics on payment, clearing and settlement systems in the Committee on Payment and Settlement Systems countries*, 2012, 2011, 2007, y 2002. Los datos para Japón de 2009-2010 y para EEUU de 1996 no están disponibles.

Gráfico 4.7. Transferencias de crédito como porcentaje del valor total de transacciones que no se realizan en efectivo



Fuente: BIS, *Statistics on payment, clearing and settlement systems in the Committee on Payment and Settlement Systems countries*, 2012, 2011, 2007, y 2002. Los datos para Japón de 2009-2010 y para EEUU de 1996 no están disponibles.

Gráfico 4.8. Débitos directos como porcentaje del valor total de transacciones que no se realizan en efectivo



Fuente: BIS, *Statistics on payment, clearing and settlement systems in the Committee on Payment and Settlement Systems countries*, 2012, 2011, 2007, y 2002. Los datos para Japón de 2009-2010 y para EEUU de 1996 no están disponibles.

La forma electrónica del dinero crediticio, en ascenso en los años de la financiarización, es llamada «dinero electrónico de acceso». Este término permite plasmar distintos modos de transferir el dinero crediticio convencional de forma electrónica. Los ejemplos típicos son las tarjetas de crédito y débito, pero ha habido otras formas de pago, como las transferencias de crédito o los débitos directos, que se han «digitalizado»[53]. El dinero electrónico de acceso no supone un reto teórico, basta con alterar la forma corpórea del dinero crediticio para que este pase de ser signos en papel a ser signos electrónicos. Los bancos comerciales internacionales han estado usando formas electrónicas de transmitir dinero en el proceso de compensación desde los años de entreguerras. No obstante, la financiarización ha estado marcada por un mayor uso de dinero electrónico de acceso, tanto entre las empresas como en la circulación de la renta personal.

La expansión del dinero electrónico de acceso está relacionada con la transformación de los bancos en el curso de la financiarización. La introducción de las nuevas tecnologías de la información y la comunicación no sólo ha contribuido a cambiar las prácticas crediticias de los bancos, sino que también ha disminuido los costes: al completar las transacciones

[53] Véase European Central Bank, «Electronification of Payments in Europe», *Monthly Bulletin,* mayo de 2003.

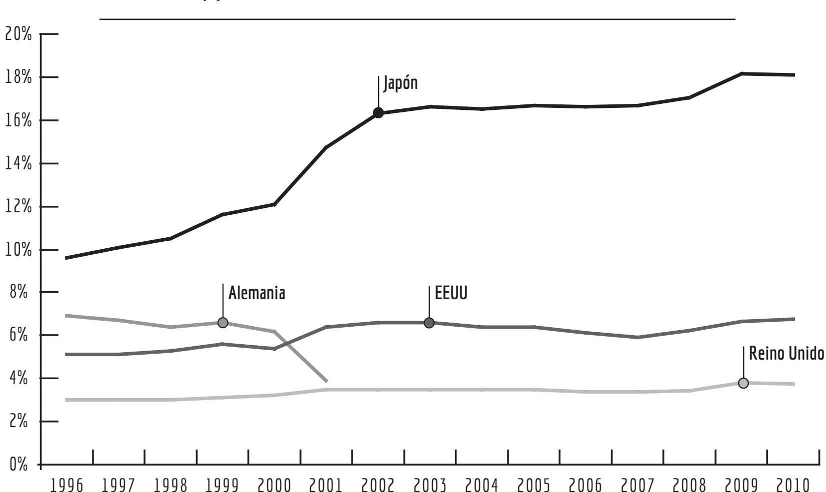
electrónicamente, estos resultan más bajos en comparación con los de la clasificación y el procesamiento de las órdenes en papel. Por otro lado, la implantación de la capacidad de procesamiento de transacción electrónica, que incluye a los cajeros automáticos, ha impuesto a los bancos costes de inversión sustanciales, que implican también cambios en la organización y la cualificación laboral necesaria[54]. De este modo, la extensión del dinero electrónico en el curso de la financiarización refleja la introducción de nuevas tecnologías pero también la alteración de la organización interna e incluso de la estructura de las sucursales bancarias.

El crecimiento del dinero electrónico de acceso ha tenido probablemente un efecto significativo en la rentabilidad agregada durante este periodo, si bien resulta difícil evaluar su magnitud. Ha permitido a los bancos una liquidación más barata y fácil de las transacciones en «tiempo real». Esto ha acelerado el tiempo de rotación del capital industrial y comercial, y ha empujado la rentabilidad al alza. Permaneciendo el resto constante, las empresas mantienen pocas reservas monetarias, lo cual también empuja al alza la rentabilidad. En general, es probable que el dinero electrónico haya acelerado las operaciones de las instituciones financieras estimulando así la financiarización. Sin embargo, el ascenso del dinero electrónico en las transacciones que no se realizan en efectivo no ha instigado una disminución de las transacciones en efectivo, como se demuestra en el gráfico 9, que representa el uso de billetes y monedas.

De nuevo, existen variaciones significativas entre los cuatro países, algo que refleja factores históricos, institucionales y culturales. Japón y Alemania han usado por lo general mayor cantidad de efectivo que EEUU y Reino Unido, aunque las cifras de Alemania también reflejan el reemplazo del marco alemán por el euro. El rasgo más sorprendente del gráfico 9 es, sin embargo, la persistencia del efectivo en todos los países a lo largo del periodo. De hecho, en Japón el uso de efectivo ha aumentado sustancialmente, aunque esto está probablemente relacionado con el largo periodo de inestabilidad financiera de los años noventa y dos mil y la política asociada de flexibilización cuantitativa (*quantitative easing*) del banco central, que se discute con más detalle en las próximas páginas y en los siguientes capítulos.

[54] Para un análisis más detallado de esta idea, véase C. Lapavitsas y P. Dos Santos, «Globalization and Contemporary Banking: On the Impact of New Technology», *Contributions to Political Economy,* núm. 27, 2008, pp. 31-56.

Gráfico 4.9. Billetes y monedas como porcentaje del PIB



Fuente: BIS, *Statistics on payment, clearing and settlement systems in the Committee on Payment and Settlement Systems countries*, 2012, 2011, 2007, y 2002. Desde 2002, los datos no son aplicables a Alemania dado que la categoría estadística correspondiente no existe.

¿Por qué la expansión del dinero electrónico ha fracasado a la hora de generar una disminución en el uso de billetes y monedas? Esta cuestión también ha ocupado a la economía de la corriente dominante, cuya expectativa general era que el uso de efectivo disminuyera[55]. Paradójicamente, la persistencia del efectivo es en parte una consecuencia no intencionada de la expansión del dinero electrónico. En la medida en que los bancos han desarrollado redes de cajeros automáticos que han favorecido el uso de las tarjetas de débito y crédito, el efectivo también ha pasado a estar más fácilmente disponible en pequeñas cantidades a las que se puede acceder con más frecuencia. La pregunta formulada con propiedad pasa a ser entonces: ¿por qué la demanda de billetes y monedas en circulación sigue siendo alta? Los siguientes tres factores son importantes y esclarecen el papel del dinero en el capitalismo contemporáneo.

El primero es el riesgo de fraude vinculado al dinero electrónico, ya que los detalles de la cuenta del comprador puede conocerlos tanto el vendedor como un tercero y dar lugar a cobros fraudulentos, especialmente

[55] Por supuesto, ha habido una sustitución parcial de medios, aunque el alcance de esta sigue siendo poco claro empíricamente; véase Willem Boeschoten y Gerrit E. Hebbink, «Electronic Money, Currency Demand and Seignorage Loss in the G10 Countries», De Nederlandsche Bank, 1996; Sheri Markose y Ying Jia Loke, «Network Effects on Cash-Card Substitution in Transactions and Low Interest Rate Regimes», *Economic Journal,* núm. 113, abril de 2003; Helmut Stix, «How Do Debit Cards Affect Cash Demand?», *Working Paper*, núm. 82, Oesterreichische Nationalbank, 2003; Gene Amromin y Sujit Chakravorti, «Debit Card and Cash Usage: A Cross-Country Analysis», WP 2007-04, Federal Reserve Bank of Chicago, 2007.

a través de Internet. El titular podría también añadir fraudulentamente unidades a los soportes de dinero electrónico. Ambos tipos de fraude han inquietado a los emisores de dinero electrónico, a los usuarios y a los reguladores, por eso ha sido necesaria una inversión sustancial en tecnología de la encriptación[56].

El segundo es que la mayoría de las formas de dinero electrónico proveen información sobre los titulares, aunque también existan formas anónimas. En cambio, los billetes normalmente no dejan rastro del uso, lo cual los hace apropiados para las transacciones ilegales y «grises»[57]. El anonimato de los billetes también protege a los usuarios de la vigilancia de un Estado entrometido.

El tercero es que el dinero electrónico tiene una capacidad limitada para gestionar pagos muy pequeños. Las dificultades se pueden apreciar en Internet, donde se ha demostrado que es muy difícil introducir un sistema fiable de «micropagos» (una fracción de la unidad de cuenta) con dinero electrónico. Hay costes de transacción —entre ellos su incomodidad— derivados de usar dinero electrónico en las pequeñas compras, lo cual simplemente lleva a los usuarios de Internet a evitarlo[58]. Más allá de Internet, la moneda parece ser superior al dinero electrónico para los pagos pequeños: es más fácil de llevar, se puede proveer en pequeñas denominaciones, su falsificación supone una ganancia insignificante, el coste es generalmente pequeño si se pierde, y es relativamente barata de producir y de poner en circulación. La moneda puede ser una forma antigua de dinero pero al final es todavía capaz de dominar la circulación de la renta personal en el capitalismo financiarizado.

En resumen, las formas electrónicas de dinero crediticio han pasado a dominar la circulación en los años de la financiarización pero sin dejar obsoletos los billetes y las monedas, dado que ambos han seguido teniendo una fuerte presencia en los circuitos de la renta personal, entre otros. El cambio tecnológico y la transformación de los bancos asociada a ello ha sostenido el ascenso y la consolidación del dinero electrónico de acceso. De hecho, el dinero electrónico ha tenido un impacto en las operaciones y, probablemente, en la rentabilidad tanto de los bancos como del capital

---

[56] Los organismos oficiales han mostrado reiteradamente su preocupación sobre esta cuestión, véase, pero con ojo crítico: BIS, «Security of Electronic Money», agosto de 1996; BIS, «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards», julio de 1988; y European Central Bank, «Electronic Money System Security Objectives», mayo de 2003.

[57] Véase Mathias Drehmann *et al.*, «Challenges to Currency», *Economic Policy*, abril de 2002.

[58] La posibilidad de introducir micropagos ha conducido a intensos debates que a menudo han revelado una fuerte oposición ideológica a la normativización del dinero en Internet; véase por ejemplo Clay Shirky, «Fame vs Fortune: Micropayments and Free Content», 5 de septiembre de 2003, en shirky.com; y Scott McCloud, «Misunderstanding Micropayments», 11 de septiembre de 2003, en www.scottmccloud.com.

industrial y comercial. Durante el mismo periodo, sin embargo, ha surgido otra forma de dinero electrónico que es cualitativamente distinta del dinero electrónico de acceso y que revela más aspectos importantes de la financiarización.

El dinero electrónico propiamente dicho: una forma novedosa de dinero en el capitalismo financiarizado

El dinero electrónico propiamente dicho es una forma de dinero novedosa que ha surgido en el curso de la financiarización. En pocas palabras, es dinero emitido por un agente privado y cuyas unidades se almacenan en dispositivos electrónicos; estas unidades se compran con dinero ordinario a un valor de paridad; así el titular utiliza estas unidades para pagar los bienes que venden otros agentes[59].

Las formas de dinero electrónico propiamente dicho que crecen más rápidamente son las tarjetas de prepago y el *software* de programas informáticos de prepago utilizados en Internet, conocidos como «dinero electrónico basado en el uso de un servidor»[60]. El dinero electrónico propiamente dicho puede ser de función única, es decir, capaz de comprar mercancías concretas en sitios concretos, como por ejemplo la tarjeta de unos almacenes o las tarjetas de transportes. También pueden ser multifunción, lo cual permite una mayor variedad de pagos, como por ejemplo, las llamadas tarjetas inteligentes o las tarjetas de transporte con distintas aplicaciones. En la medida en que se ha extendido el uso del dinero electrónico propiamente dicho, ahora es posible que las propias tarjetas de dinero electrónico de acceso (las tarjetas bancarias de crédito y débito) sean portadoras también de las unidades de dinero electrónico propiamente dicho.

El dinero electrónico propiamente dicho es un pasivo del emisor, pero no obstante difiere cualitativamente del dinero crediticio ordinario (y,

---

[59] Véase el Artículo 1 (punto 3), que regula la emisión de dinero electrónico en la Unión Europea, de la Directiva 2000/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo. La Autoridad Británica de Servicios Financieros utiliza una descripción un tanto distinta que no requiere que el dinero electrónico se cambie paritariamente por dinero ordinario (artículo 3.1 de *The Regulation of Electronic Money Issuers*, Consultation Paper, núm. 117, diciembre de 2001). La función de esto es prevenir que las instituciones emitan dinero electrónico por debajo de la paridad y queden así formalmente fuera de las regulaciones de la Autoridad Británica de Servicios Financieros.

[60] Las descripciones analíticas de estas y otras formas de dinero electrónico pueden encontrarse en BIS, «Survey of Developments in Electronic Money and Internet and Mobile Payments», marzo de 2004; Helen Allen, «Innovations in Retail Payments: E-Payments», *Bank of England Quarterly Bulletin*, invierno de 2003; European Central Bank, «Issues Arising from the Emergence of Electronic Money», *Monthly Bulletin,* noviembre de 2000, pp. 49-60; y EMI Report, «Report to the Council of the European Monetary Institute on Prepaid Cards by the Working Group on EU Payment Systems», mayo de 1994.

por tanto, del dinero electrónico de acceso). El dinero crediticio se emite como contrapartida a una deuda e implica que el titular avance el crédito al emisor basándose en la confianza. Habitualmente es más líquido que los activos que el emisor tiene como contrapartida y, cuando estos activos vencen, el dinero desaparece. En cambio, el dinero electrónico solo puede ser emitido como contrapartida al dinero líquido (generalmente dinero crediticio ordinario) y a un valor de paridad. El emisor puede mantener los fondos recibidos como depósitos regulares con otras instituciones financieras, o bien puede utilizarlos para comprar activos financieros.

En efecto, los emisores del dinero electrónico propiamente dicho reciben crédito de los titulares hasta que estos convierten de nuevo las unidades de dinero electrónico emitidas en dinero ordinario. A diferencia del dinero crediticio, el dinero electrónico propiamente dicho solo deja de estar en manos del emisor cuando se convierte en dinero ordinario. Los emisores están obligados a tener grandes reservas de dinero ordinario o de activos financieros que puedan ser convertidos rápidamente en dinero ordinario. Los emisores obtienen beneficios con los rendimientos de los activos que exceden el coste de emisión y gestión del dinero electrónico propiamente dicho. Otra diferencia destacable respecto al dinero crediticio ordinario es que el dinero electrónico propiamente dicho habitualmente tiene menos «esencia como dinero» que el dinero ordinario por el que se intercambia; es menos líquido. Sin embargo, su «esencia como dinero» tiene un carácter concreto y local que lo hace preferible para el titular, como por ejemplo ocurre en el caso de las tarjetas de transporte.

El funcionamiento del dinero electrónico propiamente dicho depende de su marco regulatorio y naturalmente varía según el país[61]. Sin embargo, hay ciertos rasgos de la regulación que son comunes y que han dado forma al carácter del dinero electrónico propiamente dicho. De este modo, el dinero electrónico propiamente dicho solo puede ser emitido a cambio de dinero ordinario (habitualmente crediticio) a un valor de paridad; también debe ser cambiado de nuevo paritariamente; los emisores afrontan restricciones severas sobre el capital que deben mantener; solo pueden invertir en un abanico muy limitado de títulos muy líquidos —mayoritariamente activos financieros públicos. De este modo, la regulación previene que los emisores operen como bancos ordinarios, ya que el dinero electrónico

[61] En Europa viene dado por la Directiva 2000/28/CE, como enmienda a la Directiva/2000/12/CE (IME 2000), así como a la Directiva 2000/46/CE (IME 2000). La regulación en EEUU está menos centralizada y depende de la legislación existente en cada Estado sobre la transmisión de dinero. Malte Krueger opina que la regulación es «más ligera», pero la Comisión Europea sostiene firmemente que la regulación de EEUU es en la práctica igual de restrictiva. Véase Krueger, «E-Money Regulation in the EU» en R. Pringle y M. Robinson, *E-Money and Payment Systems Review,* Londres, Central Banking, 2002; y la Comisión Europea, «Evaluación del dinero electrónico, Directiva (2000/46/CE)», 2006.

propiamente dicho no puede ser emitido para dar créditos o para comprar títulos. De hecho, la situación normal es opuesta a la de los bancos: en la medida en que el titular debe pagar dinero líquido para adquirir dinero electrónico propiamente dicho, el titular le da crédito al emisor siempre y cuando este no lo gaste inmediatamente.

Este complejo marco regulatorio ha fortalecido la aceptabilidad del dinero electrónico propiamente dicho al motivar la confianza en su uso. Sin embargo, en los países desarrollados, la expansión del uso del dinero electrónico propiamente dicho ha sido limitada, ni siquiera merecería la pena comentarla en la descripción cuantitativa de la circulación que se ha hecho en los gráficos anteriores. La limitación en su expansión se debe también a la estipulación de que el dinero electrónico propiamente dicho debe comprarse inicialmente en paridad con el dinero ordinario, lo que impide que sea un medio apropiado para grandes transacciones entre empresas. La regulación ha forzado a que el dinero electrónico propiamente dicho siguiera siendo dinero de pequeña escala que funciona principalmente como medio de cambio y atesoramiento en la circulación de la renta individual. En este campo, se ha visto muy restringido por la fuerza de las formas imperantes de dinero (concretamente los billetes y las monedas).

Por recapitular, el dinero electrónico propiamente dicho difiere cualitativamente del dinero crediticio ya que no surge del anticipo de un crédito, sino que comprende pasivos privados obtenidos con el cambio a valor de paridad por dinero existente. Su surgimiento es un ejemplo de la tendencia inherente de la circulación capitalista de generar espontáneamente nuevas formas de dinero. En los años de la financiarización, las empresas industriales y comerciales han fortalecido esta tendencia mediante la emisión de dinero electrónico propiamente dicho. Al mismo tiempo, en los países desarrollados, el dinero electrónico propiamente dicho ha permanecido confinado a la circulación de la renta personal, sin participar en las transacciones a gran escala. La regulación y la fuerza residual de las formas imperantes de dinero crediticio han limitado su expansión. Sin embargo, incluso a este respecto el surgimiento del dinero electrónico propiamente dicho ha plasmado el papel peculiar de la circulación de la renta personal en el capitalismo financiarizado, que se discute brevemente en el capítulo 2 y con más detalle en el resto del libro.

De forma sorprendente, el potencial para la creación espontánea de dinero, marcado por los cambios tecnológicos e institucionales dentro del capitalismo financiarizado, ha sido mucho más evidente en los países en vías de desarrollo. El dinero electrónico propiamente dicho ha entrado por su cuenta en una franja de países de África y Asia, especialmente a través de las empresas de telecomunicaciones. La expansión de la telefonía móvil ha aportado los fundamentos para que este sea aceptado en los países en vías de

desarrollo; es decir, ha dotado de «esencia de dinero» al dinero electrónico. Habitualmente, los usuarios de teléfonos móviles compran dinero electrónico propiamente dicho con dinero ordinario; lo mantienen en forma de unidades electrónicas y lo transfieren con mensajes de texto. Entre las formas de dinero electrónico habituales se encuentran las tarjetas «de rascar», es decir, tarjetas con un código numérico que contienen las unidades electrónicas que pueden ser transferidas a través de un mensaje desde el teléfono móvil. Las empresas de telecomunicaciones también han empezado a permitir que los titulares de los teléfonos móviles usen estas mismas unidades de prepago para hacer toda una serie de pagos sin relación con la telefonía[62].

Lo que ha sido vital en este asunto es la relativa debilidad de los sistemas financieros en los países en vías de desarrollo, especialmente su limitada penetración geográfica y económica en la economía, que ha reducido la fortaleza de las formas imperantes de dinero crediticio. En los países en vías de desarrollo, el acceso a las cuentas bancarias formales está a menudo restringido por la ausencia física de sucursales bancarias, debido a los altos costes de establecimiento y a los prohibitivos requisitos de saldo mínimo. Además, para los países de bajos ingresos que dependen de las remesas de los emigrantes, los costes de transferencia de dinero a través de los canales financieros formales pueden ser prohibitivos. Los mecanismos informales pueden, sin embargo, comportar riesgos significativos y responsabilidad social.

En este contexto el dinero electrónico propiamente dicho es capaz de prosperar actuando como medio de cambio y de atesoramiento para la renta personal y las pequeñas empresas. El dinero electrónico propiamente dicho basado en teléfonos móviles o en «tarjetas de rascar» también ofrece la posibilidad de enviar dinero a áreas remotas con un coste muy bajo. Así pues, el dinero emitido por un agente privado y las innovaciones monetarias han hecho posible evitar las instituciones financieras formales en los países donde los ingresos son más bajos y expandir así la circulación monetaria al extremo inferior de la distribución de la renta[63].

---

[62] El trabajo académico sobre tales avances es escaso. Para una breve descripción véase Helen Allen, «Innovations in Retail Payments: E-Payments», *Bank of England Quarterly Bulletin*, invierno de 2003. Para una descripción y un análisis más completos véase David Porteous, *The Enabling Environment for Mobile Banking in Africa*, DFID, 2006; y Gautam Ivatury y Mark Pickens, *Mobile Phone Banking and Low-Income Customers*, Consultative Group to Assist the Poor, 2006. Un trabajo más reciente y ampliamente fundamentado, que analiza concretamente la fiabilidad y la mecánica de la M-PESA de Kenia, puede encontrarse en Olga Morawcynski y Gianluca Miscione, «Examining Trust in Mobile Banking Transactions» en Chrisanthi Avgerou *et al.* (eds.), *Social Dimensions of Information and Telecommunications Policy*, Nueva York, Springer, 2008; y William Jack y Tavneet Suri, «The Economics of M-PESA», NBER Working Paper, núm. 16721, 2011.

[63] Lo que ha conducido incluso al rebuscado argumento de que las finanzas electrónicas podrían permitir que los países en vías de desarrollo se saltaran etapas del desarrollo financiero; véase Stijn Claessens *et al.*, «Electronic Finance: Reshaping the Financial Landscape Around the World», *Journal of Financial Research,* núm. 22, 2002.

Una expansión más amplia del dinero electrónico propiamente dicho en los países en vías de desarrollo puede verse limitada por la falta de convertibilidad al valor de paridad entre distintas emisiones. Esta es una debilidad común a todo el dinero electrónico, pero su importancia es más evidente cuando este dinero se expande. Todas las unidades de dinero electrónico deben convertirse en dinero ordinario antes de poder intercambiarse entre sí. Cabe imaginar que en un futuro pudiera inducirse la convertibilidad mutua, de modo que se ampliara la variedad de dinero electrónico propiamente dicho. Para que esto sucediera sería necesario, sin embargo, introducir un sistema de compensación mutua de los pasivos de dinero electrónico, lo que generaría costes significativos para los emisores. Aún está por verse si este avance es factible en los países en vías de desarrollo.

El dinero del banco central respaldado por el Estado en el punto álgido de la financiarización

La última parte del dinero doméstico sin valor intrínseco que requiere un análisis detallado son las reservas bancarias en los bancos centrales. Las reservas bancarias, como se mencionó en páginas anteriores, son el componente más importante del dinero crediticio respaldado por el Estado y el eje central de la intervención del Estado en el ámbito de las finanzas. Las fluctuaciones de las reservas bancarias en los cuatro países durante el periodo anterior a la crisis de 2007 se discuten brevemente más adelante, a partir del gráfico 10. En este momento, la profundidad del análisis sólo puede ser limitada, a la vista de la complejidad de los procesos involucrados. No obstante, se pueden avanzar algunos fundamentos para una posterior discusión sobre el banco central y la intervención del Estado en los siguientes capítulos.

Entre los cuatro países han existido diferencias significativas en el uso de las reservas bancarias: las reservas de Japón y Alemania superaban inicialmente las de los otros dos países. Estas diferencias reflejan las variaciones en la estructura institucional de los sistemas crediticios domésticos, especialmente en la interacción entre los bancos privados y el banco central en el mercado monetario. De una forma mucho más fundamental, reflejan diferencias en la intervención estatal sobre la esfera monetaria.

El repentino aumento de las reservas bancarias japonesas a partir del año 2001 es el resultado de la «flexibilización cuantitativa» —la política para forzar, por un lado, y fomentar por el otro, que los bancos comerciales acumulen reservas y, así, promover el crédito comercial. Los bancos centrales de EEUU y Reino Unido adoptaron una política similar en 2008-2009 cuando la crisis alcanzó al sistema financiero. El tamaño proporcional de las reservas bancarias en EEUU, en 2009-2010, sobrepasó el punto más

alto del alza japonés. Esto representa un cambio enorme respecto a la política de EEUU durante el periodo anterior, que básicamente mantenía las reservas a niveles muy bajos. Por aquel entonces los bancos de EEUU y Reino Unido podían captar fondos líquidos en los mercados abiertos; los bancos eran menos propensos a atesorar medios de pago por las razones que se discutirán en el capítulo 9.

Gráfico 4.10. Depósitos de reserva en los bancos centrales como porcentaje del PIB

Fuente: BIS, *Statistics on payment, clearing and settlement systems in the Committee on Payment and Settlement Systems countries*, 2012, 2011, y 2007.

Las reservas bancarias han sido cruciales para la intervención del Estado en la esfera monetaria, aun cuando su tamaño absoluto ha sido por lo general pequeño en relación con la producción y otras formas de dinero. Huelga decir que la intervención del Estado en el ámbito del dinero y de las finanzas refleja un conjunto más amplio de acciones que el simple manejo de las reservas bancarias, como por ejemplo la determinación de los tipos de interés. Durante los años de la financiarización, el Estado ha intervenido motivado por la preocupación explícita de limitar la propensión del dinero sin valor intrínseco a generar inflación y, de este modo, a no funcionar bien como medida de valor. Desde los años noventa, la política monetaria ha sido establecida dentro del régimen institucional de «independencia del banco central» y concretada mediante un «objetivo de inflación»; ambos principios se discuten en el capítulo 5. La crisis de los años dos mil ha asestado un duro golpe a los objetivos de inflación, pero al mismo tiempo ha reafirmado el poder del Estado para intervenir en la esfera financiera a través del dinero del banco central respaldado por el Estado.

El dinero mundial contemporáneo sin valor intrínseco: el dólar como dinero cuasi mundial

La ruptura del vínculo del dinero crediticio con el oro tras el colapso de Bretton Woods ha tenido repercusiones más severas en la esfera monetaria internacional que en la nacional debido a dos razones fundamentales. La primera es que no hay un sistema crediticio mundial capaz de generar una forma de dinero crediticio internacional que pueda operar de forma adecuada sustituyendo al oro. La segunda es que no hay un Estado que mediante la generación de dinero crediticio respaldado por el Estado pueda reproducir a escala internacional los acuerdos monetarios domésticos que prevalecen en el capitalismo financiarizado. El mercado mundial contiene diversos Estados soberanos que operan dentro de él; por tanto, comprende fenómenos cualitativamente distintos a los del mercado domestico que normalmente se apoya en un único Estado nación.

En el mercado mundial, el dólar estadounidense ha operado en la práctica como un sustituto sin valor intrínseco del oro. No obstante, ha sido un sustituto problemático, dando lugar a acuerdos inestables y explotadores que han dejado huella en el capitalismo financiarizado. Los parámetros teóricos de este hecho se discuten más adelante, bajo la perspectiva de una breve consideración de la teoría del dinero mundial de Marx, una parte poco desarrollada pero esencial de su teoría monetaria. Los aspectos empíricos del papel del dólar como dinero mundial en el curso de la financiarización se examinan en los capítulos 8 y 9[64].

Marx analizó brevemente el concepto de dinero mundial en el primer volumen de *El capital*, tratándolo como una de las funciones del dinero «en tanto dinero», lo cual implica la función del dinero como medio de atesoramiento y como medio de pago. En sus propias palabras, «el dinero mundial funciona como medio de pago general, como medio de compra general y como materialización absolutamente social de la riqueza en general (*universal wealth*). La función de medio de pago para la compensación de las balanzas internacionales» resulta predominante[65].

De esta definición destacan algunas ideas. En primer lugar, el dinero mundial posee el atributo fundamental de todo «dinero en tanto dinero»: se mantiene alejado de la rutina regular de la circulación a la vez que sigue

---

[64] Para un análisis más completo del funcionamiento y la forma del dinero mundial en el capitalismo contemporáneo véase C. Lapavitsas, «Power and Trust as Constituents of Money and Credit», *Historical Materialism,* núm. 14:1, 2006, pp. 129-154; y C. Lapavitsas *et al.*, *Crisis in the Eurozone*, Londres, Verso, 2012 [ed. cast.: *Crisis en la Eurozona*, Madrid, Capitán Swing, 2013] .
[65] K. Marx, *Capital*, cit., vol. 1, p. 242.

siendo capaz de intervenir decisivamente en la transferencia de valor o en la liquidación de balanzas. En segundo lugar, y relacionado con lo primero, los agentes que operan en el mercado mundial están obligados a mantener dinero mundial para poder actuar en el mercado en los momentos necesarios. Por tanto, el mantenimiento de reservas de dinero mundial no es sólo fruto de la elección, sino que contiene un elemento de coacción externa. En tercer lugar y en este sentido, las reservas de dinero mundial son un instrumento de poder para los participantes en el mercado internacional. Dan la oportunidad de pagar y transferir valor en momentos críticos, de este modo configuran los procesos subyacentes de creación de valor y de circulación. En cuarto lugar, la coacción y el poder reafirman la «esencia en tanto dinero» fundamental del dinero mundial, es decir, su habilidad para dominar las mercancías y surgir como una forma absoluta de valor en el mercado mundial.

La función del «dinero en tanto dinero» es característica de la teoría monetaria de Marx y está al margen del corpus de la economía política clásica. Por ejemplo, la posibilidad de crisis es inherente a la función de atesoramiento, desde el momento en el que el dinero deja de comprar mercancías y permanece ocioso. «El dinero en tanto dinero» representa de este modo una potencial ruptura teórica con la noción del equilibrio espontáneo del mercado. Por eso, a los economistas políticos clásicos la función de atesoramiento del dinero les daba problemas. Así, David Ricardo no pudo aceptar la importancia de las reservas de dinero, especialmente en tanto implicaban una demanda insuficiente y por consiguiente daban pie a la crisis. Ricardo tuvo un debate famoso con Thomas Robert Malthus sobre el tema, que comprendía el papel internacional del dinero[66]. Unas décadas más tarde, la Escuela Bancaria de Inglaterra, enzarzada en el debate con la Escuela Monetaria, destacó que podían existir coacciones externas para atesorar dinero, como por ejemplo ocurre cuando los agentes económicos tienen obligaciones de pago que cumplir[67].

A este respecto, la insistencia de Marx en el «dinero en tanto dinero» revela la influencia del mercantilismo en su pensamiento. Según la tradición mercantilista, el dinero era mucho más que un simple «velo» en los mercados armoniosos, constituía la materialización de la riqueza capaz de dar forma a la actividad económica y de repartir el poder político. El legado del mercantilismo a este respecto puede encontrarse en gran parte de la teoría monetaria heterodoxa y no solo en el marxismo. Los teóricos heterodoxos a menudo se han visto obligados a reconocer el papel único

[66] Véase, por ejemplo, David Ricardo, *Letters* en Piero Sraffa y M. Dobb (eds.), *The Works and Correspondence of David Ricardo*, vol. 6, Cambridge, Cambridge University Press, 1951, pp. 64-65.
[67] Esta visión fue articulada de forma clara por Thomas Tooke, *An Inquiry into the Currency Principle*, Londres, LSE Reprint Series, 1959.

del dinero cuando analizan las crisis capitalistas y las interrupciones de la circulación. Incluso Keynes descubrió la validez de algunos elementos del mercantilismo cuando examinó los fenómenos monetarios de la crisis de entreguerras en la *Teoría general*[68].

La visión mercantilista en el pensamiento monetario de Marx es clara por dos razones, ambas asociadas al funcionamiento del mercado mundial. La primera es que, a diferencia de los mercados nacionales, el mercado mundial carece de los mecanismos de homogeneización de las leyes, las convenciones, las prácticas y las costumbres. Es inherentemente menos homogéneo que los mercados nacionales, lo cual también refleja la ausencia de un Estado internacional que pueda imponer condiciones análogas a los mercados nacionales. El mercado mundial es el terreno en el que los capitales privados internacionales se encuentran con los Estados nacionales. Así pues, en el mercado mundial los capitales privados tienen que tratar con diversas especificidades legales, consuetudinarias, prácticas e incluso culturales y, al mismo tiempo, los Estados nacionales deben usar los mecanismos del mercado mundial para liquidar las balanzas, transferir valor, hacer pagos y pedir prestado.

La segunda razón es que el mercado mundial carece de la presencia coordinadora de un sistema crediticio integrado como el de las economías nacionales. El crédito y las finanzas penetran, desde luego, en el mercado mundial pero no se ha llegado a estructurar un sistema crediticio compuesto por diferentes capas ordenadas de relaciones crediticias, que en general incluyen los mercados crediticios comerciales, bancarios y monetarios[69]. Por extensión, no hay un banco central mundial que pueda actuar como prestamista en última instancia y emisor de moneda de curso legal.

Por estas razones, el dinero mundial está obligado a actuar como el coordinador (u organizador) del mercado mundial. En otras palabras, debe ser un medio de atesoramiento (reserva) y de pago generalmente aceptado tanto por los capitales internacionales como por los Estados nacionales. En la medida en que cumple con estas tareas, también debe ser una medida de valor aceptada que puede aplicarse tanto a las mercancías como a las obligaciones del pasado. Por último, debe facilitar el ejercicio del poder político y militar entre Estados, de modo que refleje su intervención consciente en el mercado mundial.

La complejidad del papel de la moneda mundial queda clara en el análisis de Marx sobre las condiciones monetarias y comerciales concretas de su época, que se encuentra en varios capítulos de la parte cinco del tercer

[68] J. M. Keynes, *The General Theory of Employment...*, cit.

[69] La ordenación lógica de las relaciones crediticias se examina en M. Itoh y C. Lapavitsas, *Political Economy of Money and Finance*, cit., cap. 4, y se discute en el cap. 5.

volumen de *El capital*[70]. En pocas palabras, el mercado mundial genera sistemáticamente desequilibrios en la balanza comercial que se reajustan de forma violenta durante una crisis y que requieren flujos forzosos de moneda mundial. En este contexto, la capacidad de un Estado para acceder a las reservas de dinero mundial es un elemento de poder internacional. Hay importantes evidencias de la influencia mercantilista en esta parte del trabajo de Marx, especialmente gracias a Sir James Steuart, quien insistió en que no hay un equilibrio automático de la balanza comercial a través de los flujos espontáneos de dinero[71]. Marx dio por bueno el término de Steuart, «dinero del mundo», en su propia breve discusión sobre el dinero mundial[72].

La forma del dinero mundial presenta problemas complejos, particularmente cuando se considera en relación con su funcionamiento. Según Marx, el dinero mundial asume la forma de mercancía, habitualmente el oro, de ese modo reafirma la fundamental «esencia en tanto dinero» de la moneda mundial[73]. El dinero mercancía, que es reemplazado gradualmente de la circulación doméstica por formas de dinero sin valor intrínseco, vuelve a surgir triunfante a nivel mundial. El valor intrínseco del oro generado en la producción actúa como anclaje internacional de la medida de valor. Forzosamente las reservas y flujos de oro aportan orden a las transacciones internacionales de las mercancías y del capital dinerario.

Desafortunadamente, la afirmación de Marx de que el dinero mundial debía tener forma de mercancía no ha encajado históricamente, concretamente desde la ruptura de su vínculo con el oro en 1914. Durante la mayor parte del siglo XX, el dinero mundial ha tomado distintas formas que no son convertibles y que no tienen valor intrínseco; todas ellas han sido manejadas por el Estado. La función de dinero en el mercado mundial ha sido desempeñada habitualmente por dinero crediticio creado en una economía doméstica bajo el control del gobierno; el dólar estadounidense ha sido la moneda mundial más común. Este desarrollo es de suma importancia para la financiarización. Los Acuerdos de Bretton Woods, en 1944, mantuvieron cierto grado de convertibilidad del dólar estadounidense con el oro, pero como se ha dicho antes, el vínculo se rompió a principios de los setenta. Desde entonces, la formación de reservas y los pagos internacionales —apuntalados por la medición internacional de los valores— han dependido de la intervención del Estado, de una manera sin precedentes en la historia del capitalismo. El dinero mundial ha pasado a ser claramente un instrumento del poder del Estado, concretamente de su

---

[70] Véase, por ejemplo, K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, cap. 30, 31, 32.
[71] Steuart, *An Inquiry into the Principles of Political Economy*, cit., vol. 3, libro 4, parte 2, cap. 8; y vol. 3, libro 2, cap. 28.
[72] K. Marx, *Capital*, cit., vol. 1, p. 243.
[73] Ibídem., pp. 240-241.

poder jerárquico e imperialista en el mercado mundial. Por estas razones, el dinero mundial contemporáneo ha sido llamado «dinero cuasi mundial» en la literatura marxista[74].

Los beneficios para EEUU derivados del funcionamiento del dólar como dinero mundial han sido sustanciales en lo que se refiere a su capacidad de ejercer la política monetaria doméstica, mantener déficit comerciales e importar y exportar capital. El uso internacional del dólar ha estimulado la financiarización en los países en vías de desarrollo y ha transferido valor, de forma sistemática, hacia EEUU, tal y como se discute en el capítulo 8. No obstante, la función del dinero mundial ha seguido siendo un terreno en disputa entre las divisas nacionales de los principales poderes capitalistas. El desafío más serio al dólar lo ha planteado el euro, una forma peculiar de dinero mundial creado colectivamente por varios países europeos. El euro ha tenido un papel complejo y contradictorio en el desarrollo de la financiarización y ha contribuido a la crisis de los años dos mil, tal y como se muestra en el capítulo 9.

[74] Véase, por ejemplo, C. Lapavitsas, «Power and Trust as Constituents of Money and Credit», *Historical Materialism,* núm. 14:1, 2006, pp. 129-154. El término se ha tomado prestado de M. Itoh. En el resto del libro se usará la forma simple de «dinero mundial» para referirse a las divisas nacionales que compiten para tener la función de dinero mundial.

V
LA NATURALEZA FLEXIBLE DE LA FINANCIARIZACIÓN: LAS FINANZAS Y LA ECONOMÍA CAPITALISTA

Tanto las tendencias subyacentes de la financiarización como las variaciones de su forma y contenido, incluso cuando tienen fundamentos monetarios, se derivan principalmente de la interacción entre las finanzas y el resto de la economía. Este capítulo arranca de la economía política marxista para examinar cómo y por qué las finanzas dan forma a un sistema distinto gracias a su influencia en la trayectoria del conjunto de la acumulación capitalista. El sistema financiero no es ni un complemento menor ni una protuberancia parasitaria, sino una parte esencial de la economía capitalista que sostiene la acumulación. Al mismo tiempo, su funcionamiento está determinado por el marco histórico e institucional dentro del cual tienen lugar las actividades financieras. Las finanzas siguen siendo una forma relativamente independiente del resto de la actividad económica y pueden incluso tener efectos depredadores y destructivos sobre ella.

Las condiciones sociales capitalistas son necesarias para el surgimiento de un sistema financiero

A primera vista, el ámbito de las finanzas parece ser un conjunto caótico de instituciones, mercados, activos, prácticas, leyes y regulaciones. Sin embargo, en un análisis más detallado, se puede establecer cierto orden analítico en las finanzas; por ejemplo, las instituciones pueden clasificarse como intermediarias de distinto tipo, los mercados pueden separarse según sean de corto o largo plazo, los activos pueden dividirse entre comerciables y no comerciables. Sobre esta base pueden encontrarse patrones comunes a las prácticas financieras que incluso pueden permitir la determinación teórica de las tasas de rendimiento financiero o de los precios financieros. De hecho, así es como suele la economía dominante aproximarse a las finanzas[1]. Gran parte de la teoría dominante consiste en tratamientos muy analíticos de las actividades

[1] Véase, por ejemplo, Arnold Boot y Anjan Thakor, «Financial System Architecture», *Review of Financial Studies,* núm. 10:3, 1997; y A. V. Thakor, «The Design of Financial Systems: An Overview», *Journal of Banking and Finance,* núm. 20, 1996.

financieras concretas y se ocupa de determinar los precios financieros en distintos contextos y estructuras institucionales.

Sin embargo, cuando se analizan las finanzas observando las regularidades y los factores en común entre fenómenos financieros concretos, las distinciones teóricas resultantes siguen en esencia siendo parciales e incluso *ad hoc*. La teoría económica dominante no ofrece una aproximación teórica a las finanzas como sistema, como un conjunto ordenado de relaciones que contienen interacciones regulares vinculadas a la producción y a la circulación de bienes y servicios. A pesar de la sofisticación de los modelos dirigidos a determinar los precios financieros, la aproximación de la corriente dominante al conjunto del ámbito de las finanzas conserva una dimensión arbitraria.

Podemos encontrar, y de hecho encontramos, una mayor coherencia sistémica cuando se consideran las finanzas a nivel institucional en países concretos. La descripción analítica es capaz de establecer elementos comunes en el funcionamiento de las instituciones (por ejemplo, los bancos comerciales o los de inversión), los mercados (como el interbancario o el mercado de bonos) y los activos (por ejemplo, los contratos a futuros y a plazos). Además, la descripción analítica podría empezar a mostrar las relaciones fundamentales que existen entre distintos conjuntos particulares de instituciones, mercados y activos. Junto con las descripciones de las prácticas consuetudinarias, del marco legal relevante y de los mecanismos de intervención de las autoridades públicas, el análisis institucional puede transmitir una imagen global del funcionamiento sistémico de las finanzas[2].

Por definición, no obstante, la descripción analítica no proporciona una explicación teórica del surgimiento de este comportamiento sistémico. Por ejemplo, si se ofreciera una descripción institucional de los principales agentes, mercados, activos, leyes y prácticas, quedaría claro que EEUU posee un sistema financiero. Sin embargo, una descripción aislada no puede establecer las razones de una interacción ordenada y regular de los elementos que comprende el sistema financiero de EEUU. Si el comportamiento financiero existe, este debe descansar en última instancia en las relaciones fundamentales que unen sus elementos. Para demostrar estas relaciones se necesitan argumentos basados en la teoría económica.

---

[2] No escasean los libros que hacen precisamente esto analizando países concretos en distintos contextos históricos. La banca estadounidense, por ejemplo, está bien servida con una variedad de trabajos entre los que se encuentra la magistral explicación de Fritz Redlich, *The Molding of American Banking*, Nueva York, Johnson Reprint Corporation, 1951. Véase también, por ejemplo, Larry Schweikart, *Banking in the American South: From the Age of Jackson to Reconstruction*, Baton Rouge, Louisiana State University Press, 1987; y Naomi Lamoreaux, *Insider Lending*, NBER, Cambridge, Cambridge University Press, 1994.

También cabe destacar que una descripción analítica no llega ni a dar una imagen general de un comportamiento financiero sistémico, especialmente desde el momento en el que el centro de atención se traslada a las finanzas internacionales. El ámbito de las finanzas internacionales presenta una imagen irremediablemente caótica y desordenada de las transacciones y los mercados. En la práctica, el término «sistema financiero mundial» es poco apropiado: las finanzas mundiales comprenden una mezcla de flujos financieros detrás de los cuales están a menudo instituciones que tienen alcance mundial. Básicamente, no hay una interacción ni ordenada ni regular de los distintos agentes financieros mundiales. Existe, por tanto, un claro contraste entre las finanzas nacionales y las internacionales porque, mientras las primeras adquieren una apariencia sistémica a través de la mera descripción, las segundas son inherentemente mucho más caóticas. Para explicar esta disparidad es necesario contar con una explicación teórica de cómo las finanzas pasan a ser un sistema.

La economía política tiene una clara ventaja sobre la economía dominante para demostrar el trasfondo sistémico de las finanzas, principalmente porque por lo general busca la integridad sistémica. No obstante, las finanzas representan una paradoja capaz de crear problemas de difícil solución incluso para la economía política. En pocas palabras, las relaciones económicas clave que sistematizan las finanzas no se encuentran en este ámbito sino que se hallan en el resto de la economía. La paradoja es que los procesos de las finanzas, incluso cuando alcanzan una gran complejidad, no pueden crear un sistema por sí mismos. El surgimiento de un sistema financiero es básicamente un derivado de las relaciones características de las esferas de la producción, el intercambio y la distribución de los bienes y servicios.

No es difícil establecer, teórica y empíricamente, la naturaleza derivada del sistema financiero. Cuando se desprenden de sus particularidades institucionales, las finanzas sirven para anticipar un valor monetario, ya sea como contrapartida de una promesa de pago o de un título de propiedad sobre las actividades económicas que harán uso de ese valor anticipado. Las instituciones financieras, los mercados y los activos pueden entenderse como modos de emisión, recopilación, intercambio y compensación de las promesas de pago y de los títulos de propiedad. No hay duda de que algunos de estos métodos son suficientemente coherentes institucionalmente como para alcanzar un alto grado de regularidad bajo una amplia variedad de condiciones sociales y económicas. Por ejemplo, la actividad bancaria ha sido observada bajo una gran variedad de condiciones sociales a lo largo del tiempo, que a menudo alcanzan una complejidad destacable[3].

---

[3] Un argumento que defendió con particular vehemencia K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, cap. 36.

Sin embargo, para integrar las prácticas financieras —incluso los bancos— en un sistema, la creación y el incremento del valor monetario debe suceder con regularidad en el resto de la economía. Sin esta regularidad, el incremento y el rendimiento del valor que se ha movilizado en las transacciones financieras dependería exclusivamente de las condiciones específicas y particulares del destinatario y del marco legal que los rodea. En las transacciones financieras individuales, es obvio que las condiciones del destinatario y el marco legal pueden fijar el incremento y el rendimiento del valor. Sin embargo, un sistema financiero está constituido por una miríada de transacciones financieras interrelacionadas y ni las condiciones específicas de los destinatarios del valor ni el marco legal pueden proporcionar una base adecuada para que exista una regularidad en el incremento y el rendimiento del valor en su conjunto. Para que esta se de, sería necesario que los participantes en las finanzas estuvieran bajo las condiciones sociales apropiadas, además de que se dieran las condiciones específicas de la ley y de los destinatarios individuales del valor.

La paradoja de las finanzas es que sus instituciones, mercados y activos pueden asegurar el rendimiento del valor en casos particulares pero no pueden garantizar el incremento y el rendimiento sistémico del valor en su conjunto. Los componentes de las finanzas no producen valor monetario, simplemente intervienen en su anticipo y reembolso. De este modo, un requisito previo para que surja un sistema financiero es que existan unas relaciones sociales que hagan que los participantes en las transacciones financieras den por sentada la implementación, la expansión y la acumulación del valor monetario en toda la economía. Solo si estas relaciones están ya establecidas, es posible la formación de un sistema financiero.

Resumiendo, un sistema financiero surge siempre y cuando las relaciones capitalistas ya han penetrado en la vida económica. Los componentes de las finanzas tienen entonces una base social sobre la que formar un todo integrado —un sistema— para movilizar y anticipar valor monetario de forma sistemática. La forma que acabe teniendo el sistema financiero variará evidentemente en función de las condiciones históricas concretas, pero el sistema en sí mismo se basa en la práctica social de recuperar el valor con incrementos. Bajo otras condiciones sociales e históricas, las prácticas financieras seguirán siendo parciales, fragmentarias y concretas aunque realmente sean complejas y sofisticadas.

Esta idea teórica, por la que las relaciones apropiadas para el surgimiento de un sistema financiero solo surgen dentro del modo de producción capitalista, es de una importancia primordial. Bajo las condiciones sociales capitalistas —capitalistas independientes y en competencia que poseen los medios de producción y contratan trabajo asalariado— el despliegue y la expansión del valor monetario pasa a ser una práctica social constante y

establece los fundamentos para el surgimiento de un sistema financiero. Un sistema financiero es un fenómeno específicamente capitalista, aunque también puedan observarse prácticas financieras sofisticadas en una amplia variedad de formaciones sociales alternativas[4].

Sin embargo, incluso si se asume la existencia de condiciones capitalistas, el surgimiento de un sistema financiero sigue planteando problemas teóricos espinosos, como se muestra en el resto de este capítulo. Merece la pena hacer dos observaciones ya desde el principio. En primer lugar, el análisis teórico debe establecer la secuencia lógica de las relaciones económicas que caracterizan al sistema financiero. La movilización y anticipo de los valores monetarios da lugar a una estratificación de relaciones financieras con su propia lógica interna, de modo que es esto lo que estructura el sistema financiero. Hablando en terminología marxista, el sistema financiero representa un desarrollo dialéctico de las relaciones entre los capitalistas industriales, comerciales y financieros. En segundo lugar, el análisis teórico debe responder ampliamente al desarrollo histórico actual de las finanzas, de lo contrario se convierte en una abstracción ideal. Esto último es especialmente importante si se tiene en cuenta la multiplicidad de formas del sistema financiero, así como también la transformación de las finanzas en el transcurso de la financiarización.

El capital en dinero prestable que devenga interés

El punto de partida del análisis teórico del sistema financiero son algunas definiciones generales[5]. Las finanzas son una categoría económica amplia que hace referencia a distintos métodos a través de los cuales las empresas capitalistas obtienen e implementan fondos para actividades lucrativas. El crédito, por otro lado, es una categoría mucho más limitada, que hace referencia al anticipo de valor como contrapartida a la promesa de reembolsar un pago con incremento más adelante. Las finanzas son una categoría más amplia, especialmente porque aparte de las relaciones de préstamo incluyen relaciones accionariales (o de propiedad). Además, de acuerdo con la

---

[4] Esta idea a menudo se les escapa a los historiadores de sociedades no capitalistas, que están fascinados por la complejidad de las prácticas financieras antiguas. También puede confundir a los marxistas, como Jairus Banaji, quien parece pensar que el sistema financiero ya existía en la antigüedad. Sus ideas sobre las finanzas antiguas son una parte de su campaña contra el «weberianismo» en la historiografía de las economías antiguas, durante la cual también descubre trabajo «libre» en circunstancias improbables. Por lo que respecta a las finanzas, el problema real en la literatura histórica no es el «weberianismo», sino la invención del capitalismo donde propiamente no existía. Esta tendencia habría sido un objetivo mucho más apropiado de los esfuerzos críticos de Banaji, si no fuera porque él mismo también tiene propensión a ello. Jairus Banaji, *Agrarian Change in Late Antiquity: Gold, Labour, and Aristocratic Dominance*, Oxford, Oxford University Press, 2001.

[5] Las definiciones y distinciones que se desarrollan en esta sección parten de M. Itoh y C. Lapavitsas, *Political Economy of Money and Financ*e, cit., cap. 4; y C. Lapavitsas, *Social Foundations of Markets, Money and Credi*t, cit., cap. 4.

economía política marxista, tal y como se vio con el análisis del trabajo de Hilferding del capítulo 3, la distinción entre el crédito comercial y el crédito monetario (o bancario) descansa en la base del sistema financiero.

Todos los tipos de créditos tienen fundamentos monetarios, pero estos difieren según sean comerciales o monetarios. El crédito comercial es el anticipo de la mercancía como contrapartida a una promesa de pago futuro. En las transacciones de crédito comercial, el dinero actúa como medida de valor (unidad de cuenta de los contratos) y como medio de pago que al final liquida las transacciones; sin embargo, el valor anticipado tiene originariamente forma de mercancía. El crédito monetario, por otro lado, es el anticipo de dinero como contrapartida de una promesa de pago futuro más el interés. En las transacciones de crédito monetario, el dinero actúa como medida de valor y como medio de pago, pero también es la forma original del valor que se anticipa.

El centro del análisis de este capítulo es principalmente el crédito monetario, inextricablemente vinculado con el capital dinerario prestable que devenga interés, y vertebrador del sistema financiero. No obstante, el primer paso para establecer el contenido teórico del sistema financiero es considerar con más detalle la relación entre los prestamistas y los prestatarios.

La relación entre prestamista y prestatario según la teoría neoclásica

La teoría económica dominante se centra de forma abrumadora en el crédito monetario y otorga un papel secundario al crédito comercial; además, el trato de las relaciones de préstamo se ha centrado tradicionalmente en las instituciones, el marco legal y las prácticas de mercado de Francia[6]. Sin embargo, durante las tres últimas décadas, se ha producido un cambio que también ha afectado a la formulación de la política financiera. La aparición de «la nueva economía financiera» a finales de los años setenta —esencialmente una rama de la microeconomía que se basa en la teoría de juegos— ha dado lugar a un análisis altamente abstracto de la relación entre prestamistas y prestatarios[7].

---

[6] El libro clásico de Sayers sobre la banca, que ha formado a generaciones de economistas en todo el mundo a pesar de no ser hoy muy leído, es un ejemplo típico del foco tradicional en las instituciones y las prácticas. Sin embargo, incluso el libro de Gurley y Shaw, un trabajo de la posguerra que podría haber cambiado la dirección de la economía monetaria y financiera si no fuera por el desafortunado auge del monetarismo, está en la misma línea. R. S. Sayers, *Modern Banking*, Oxford, Oxford University Press, 1938; John Gurley y Edward Shaw, *Money in a Theory of Finance*, Washington DC, Brookings Institute, 1960.

[7] La bibliografía relevante en este sentido es muy amplia, aunque su innovador dinamismo parece haberse agotado a principios de los años dos mil. Algunos compendios son los de Xavier Freixas y Jean-Charles Rochet, *Microeconomics of Banking*, Cambridge (MA), MIT Press, 2008; y Franklin Allen y Anthony M. Santomero, «The Theory of Financial Intermediation», *Journal of Banking and Finance,* núm. 21, 1998.

Simplificando muchísimo, la nueva economía financiera analiza la relación entre prestamistas y prestatarios como la interacción entre dos individuos que se acercan a la operación de crédito desde dos posturas muy distintas: el prestatario tiene un proyecto y conoce todos sus detalles y procesos; el prestamista tiene dinero pero no conoce el proyecto. La asimetría de información es un problema para la relación entre el que tiene el dinero (el principal) y el que tiene el proyecto (el agente), dado que el segundo puede usar su conocimiento específico sobre el proyecto para adquirir una ventaja injusta sobre el primero, o incluso para estafarlo.

En consecuencia, la relación entre el prestamista y el prestatario toma una forma contractual por la cual el prestamista anticipa dinero al prestatario durante un tiempo determinado a cambio de una proporción fija de las ganancias del proyecto (interés)[8]. El prestamista debe también recopilar información y monitorizar al prestatario con tal de, primero, minimizar las posibilidades de que el prestatario emprenda acciones fraudulentas o descuidadas (riesgo moral) y, segundo, evitar atraer a un número desmesurado de prestatarios de baja calidad (selección adversa). La consecuencia del riesgo moral y la selección adversa es el racionamiento del crédito por parte de los prestamistas y, por tanto, la imposibilidad de vaciar los mercados crediticios[9].

En esta línea, los bancos y otras instituciones financieras son proveedores de servicios que presumiblemente hacen más eficiente la interacción entre prestamistas y prestatarios. Es evidente que la asimetría de información entre prestamistas y prestatarios reduce esta eficiencia, dado que obliga al prestamista a cargar con los costes de monitorización. Los bancos son instituciones que se especializan en la recopilación de información y la monitorización de los prestatarios; estas tareas pueden realizarse a bajo coste gracias al tamaño de los bancos, pero también por su naturaleza peculiar en tanto negocio. Los bancos piden prestado fondos a corto plazo a muchos prestamistas (los depositantes) y dan créditos a largo plazo a muchos prestatarios. A mayor diversificación de los créditos que otorgan los bancos, menor es el riesgo que implican las acciones de los prestatarios para los prestamistas últimos (los depositantes). De este modo, los bancos crean liquidez al convertir los depósitos a corto plazo en créditos a largo

---

[8] Una exposición elegante de este análisis de la contratación financiera puede encontrarse en Robert M. Townsend, «Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification», *Journal of Economic Theory,* núm. 22, 1979.

[9] Véase, por ejemplo, Joseph Stiglitz y Andrew Weiss, «Credit Rationing in Markets with Imperfect Information», *American Economic Review,* núm. 71:3, 1981, pp. 393-410; Nobuhiro Kiyotaki y John Moore, «Credit Cycles», *Journal of Political Economy,* núm. 105:2, 1997.

plazo; además, también agrupan la información y gestionan los riesgos vinculados a la actividad crediticia[10].

Naturalmente esta es una aproximación muy abstracta a la relación entre el prestamista y el prestatario que se centra mucho en el contenido de la interacción a expensas de su amplio contexto social y económico. El acceso a la información es un aspecto importante de la relación entre prestamista y prestatario, y apenas existen dudas de que los bancos dependen de la recopilación sistemática de información y de la gestión del riesgo. Sin embargo, la cuestión de la información siempre depende del contexto. Los métodos y las prácticas de recopilación de información y de evaluación en el ámbito de las finanzas reflejan el carácter social y económico de los prestamistas y los prestatarios. Además, los bancos pueden recopilar información y gestionar los riesgos de un modo que de hecho podría inducir inestabilidad en la relación entre prestamistas y prestatarios. El punto fuerte de la economía política marxista es que reconoce las operaciones relacionadas con la información de las instituciones financieras, a la vez que pone en primer plano los aspectos sociales de la relación entre prestamista y prestatario.

Los prestatarios, los prestamistas y los capitalistas en dinero en la economía política marxista

La teoría marxista de la relación entre prestamistas y prestatarios descansa sobre una forma especial de capital: el capital que devenga interés o, de una forma menos abstracta, el capital en dinero prestable. De forma similar a la teoría neoclásica, el análisis de Marx de las relaciones de crédito empieza de forma muy abstracta[11]. Sin embargo, a diferencia de lo que propone la teoría neoclásica, Marx asume que las partes implicadas en las transacciones de crédito son capitalistas y no meros individuos con diferentes dotaciones iniciales y distinto grado de acceso a la información. Así pues, estas transacciones tienen un contexto social específico: ambas partes son entidades con ánimo de lucro que emplean cálculos de coste y beneficio de la empresa capitalista.

---

[10] De nuevo, la literatura sobre este aspecto es abundante; véase con ojo crítico, Hayne Leland y David H. Pyle, «Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation», *The Journal of Finance,* núm. 32, 1977; John Bryant, «A Model of Reserves, Bank Runs, and Deposit Insurance», *Journal of Banking and Finance,* núm. 4, 1980; Douglas Diamond y Philip Dybvig, «Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity», *Journal of Political Economy,* núm. 91, 1983; Douglas Diamond, «Financial Intermediation and Delegated Monitoring», *Review of Economic Studies,* núm. 51, 1984; John H. Boyd y Edward C. Prescott, «Financial Intermediary-Coalitions», *Journal of Economic Theory,* núm. 38, 1986; Douglas Diamond y Raghuram Rajan, «Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking», *Journal of Political Economy,* núm. 109:2, 2001; Franklin Allen y Anthony M. Santomero, «What Do Financial Intermediaries Do?», *Journal of Banking and Finance,* núm. 25, 2001.

[11] Véase K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, cap. 21.

El supuesto de que tanto el prestamista como el prestatario son capitalistas no elimina la posibilidad de que en la práctica uno de los dos no lo sea, ni de que pudiera ser incluso un trabajador asalariado, como de hecho sucede de forma corriente bajo las condiciones de la financiarización. La idea es más bien que la esencia de la relación entre prestamista y prestatario es más clara si se asume que ambas partes son capitalistas. Una vez que este principio es teóricamente establecido, las otras operaciones de crédito, que no necesariamente implican que ambas partes sean capitalistas, resultan también susceptibles de análisis.

Además, según Marx, las operaciones de crédito son inherentemente un acto de intercambio, una operación comercial que se produce en la esfera de la circulación[12]. Dado que es un acto de intercambio, debe satisfacer la característica *quid pro quo* de la transferencia de valor entre partes. La pregunta que surge de inmediato es la siguiente: ¿cuál es la mercancía comerciada? La respuesta de Marx es que esta es el capital que devenga interés: el prestamista anticipa una suma de dinero considerada desde un principio como capital; el prestatario da a cambio una promesa de reembolsar el dinero después de un periodo determinado de tiempo con un incremento[13]. De este modo, desde el punto de vista del prestamista, la transacción en su conjunto toma la forma del reflujo que es propia del capital en general. Dado que ambas partes son capitalistas, la suposición es que el prestatario usará el dinero prestado para generar valor y plusvalía y así poder cumplir la promesa contractual. El incremento pagado al prestamista es una proporción de la plusvalía (ganancia) que el prestamista espera generar, es decir, interés.

El capital que devenga interés plasma el contenido fundamental de la relación entre prestamista y prestatario y representa el núcleo abstracto del préstamo. Es una forma de capital que difiere del capital industrial y comercial, especialmente porque es comerciado como una mercancía desde el principio. No obstante, el capital que devenga interés es una mercancía *sui generis,* dado que ni se produce ni tiene un valor de uso obvio. De hecho, es una suma de dinero que se anticipa durante un periodo determinado de tiempo bajo la condición de ser reembolsada. Por consiguiente, su precio es igualmente peculiar: es el interés, o una porción de las ganancias que por lo general pueden crearse al utilizar el dinero prestado.

Hay tres ideas especialmente sorprendentes en el análisis teórico de Marx sobre el capital que devenga interés. En primer lugar, Marx situó su capacidad de comercialización en el corazón de la relación de crédito: la transacción de crédito es un acto de intercambio, a pesar de su peculiaridad.

[12] Ibídem, pp. 462-463.
[13] Ibídem, pp. 464-465.

La comercialización es un aspecto inherente a las finanzas, que alcanza formas muy avanzadas a medida que el sistema financiero se desarrolla. Es un aspecto crucial de la financiarización que da lugar a nuevas formas de ganancia, examinadas con detenimiento en el capítulo 6.

En segundo lugar, Marx asumió implícitamente —de forma similar a la teoría de las finanzas de la corriente contemporánea— que la relación entre el prestamista y el prestatario se da entre el que tiene un proyecto y el propietario del dinero. Sin embargo, según Marx, tanto el prestamista como el prestatario son dos tipos característicos de capitalistas y, por tanto, están sujetos a las determinaciones previas que dan forma a las transacciones de crédito. El titular del proyecto, concretamente, es un capitalista industrial clásico[14]. En este sentido, la transacción de crédito monetario tiene un propósito productivo subyacente: su objetivo es dar comienzo o expandir la circulación del capital industrial.

En tercer lugar, según Marx, el interés es una proporción de la plusvalía producida por el capitalista industrial que ha utilizado el capital prestado[15]. La corriente económica dominante también define el interés como una proporción del rendimiento generado por el proyecto del prestatario. Sin embargo, también según Marx, el propietario del capital para prestar es remunerado solo por los derechos de propiedad sobre el capital prestado. El interés es un rendimiento por la propiedad del capital dinerario que se presta, y no porque el prestamista desempeñe un papel en la organización o gestión de la creación de la plusvalía.

La pregunta que surge de forma natural en este momento es la siguiente: ¿qué tipo de capitalista posee capital dinerario disponible y lo presta a los capitalistas industriales a cambio de un interés? En la parte de su libro que discute el núcleo abstracto de la relación entre prestamista y prestatario, Marx sugirió que el prestamista es un capitalista «en dinero»[16]. Esto es, el prestamista es un propietario de capital dinerario que no desea involucrarse directamente en el complicado negocio de la acumulación productiva. El capitalista en dinero tiene derecho a recibir un interés —que sencillamente

[14] Hay muchas referencias dispersas sobre esto en el trabajo de Marx, como por ejemplo, ibídem, pp. 468-469.

[15] Ibídem, cap. 22. La tradición marxista de la Escuela de Uno se muestra muy escéptica con este argumento. Makotoh Itoh, por ejemplo, ha afirmado que el carácter específico del capital que devenga interés viene dado porque este se basa en el capital mercantil y en la ganancia que adquiere con su comercialización (*The Basic Theory of Capitalism*, Londres, Macmillan, 1988, pp. 98-100). Esta idea tiene cierto grado de validez formal, especialmente porque el capital que devenga interés ha precedido históricamente al capital industrial. Sin embargo, el argumento de que el contenido del capital que devenga interés no puede definirse adecuadamente sin referencia explícita al capital industrial también tiene validez formal, incluso a pesar de que este surja más adelante en la historia. Marx tenía buenas razones dialécticas para asumir que el prestatario es básicamente un industrial.

[16] Ibídem, p. 475.

es una parte de la plusvalía que se genera posteriormente— por los derechos de propiedad sobre el capital prestado. En efecto, el capitalista en dinero es un rentista, aunque esta palabra apenas aparece en los escritos de Marx.

Más concretamente, según Marx, el acto de prestar implica la división de la plusvalía entre el interés y la «ganancia de empresa»[17]. Esta división cuantitativa de la plusvalía se corresponde con la distinción cualitativa entre el capitalista en dinero y el capitalista activo respectivamente; o el capital como propiedad y el capital como instrumento. En este sentido, el capitalista en dinero forma parte de un estrato distinto de la clase capitalista definido por poseer capital que devenga interés y por recibir rentas en concepto de intereses. Así pues, hay una tensión inherente entre los capitalistas en dinero y los capitalistas «en funciones»: cuanta más plusvalía acumule en forma de intereses el primero, menos ganancia le queda en forma de «ganancia de empresa» al segundo.

El capitalista en dinero está, en términos lógicos, apartado del proceso de producción y de acumulación. Considérese, por ejemplo, la fórmula característica que Marx propone para el capital que devenga interés[18]. La formula de la circulación del capital industrial viene dada por: C – M – … P … – M' – C', donde C es el capital dinerario invertido, M son los insumos comprados, P es el capital productivo activo, M' es el producto acabado y C' es el ingreso de la venta que incorpora la plusvalía. El movimiento del capital que devenga interés está superpuesto al del capital industrial, lo que resulta en un circuito con la siguiente forma: C – C – M – … P … – M' – C' – C", donde C es el capital que devenga interés anticipado inicialmente y C" es el reembolso del capital del prestamista sumado al interés. Desde la perspectiva del prestamista, este movimiento complejo puede simplificarse tomando el primer y el último punto, lo que resulta en la forma «superficial» de C – C", lo cual deja fuera al proceso de acumulación. Desde el punto de vista del capitalista en dinero, el dinero sencillamente genera dinero.

El distanciamiento del prestamista del proceso de producción se podría interpretar como una postura de indiferencia hacia la creación de valor. Además, la tensión inherente entre los capitalistas «en dinero» y «en funciones» sobre la división de la plusvalía se podría interpretar como un actitud predatoria de los capitalistas «en dinero» hacia la acumulación. Lo importante para los prestamistas es el reembolso del capital más el interés —el proceso de acumulación intermedio no es más que un mero rodeo. De este modo, se puede vislumbrar en el capitalista «en dinero» los rasgos negativos del rentista: se distancia de la producción, se enfrenta al capitalista activo, y permanece indiferente o incluso adopta una actitud predatoria ante la acumulación.

[17] Ibídem, cap. 23.
[18] Ibídem, p. 461.

El énfasis teórico de Marx en los capitalistas «en dinero» refleja la influencia de la economía política clásica y debería tratarse con cautela[19]. El distanciamiento relativo de las actividades productivas y una actitud potencialmente predatoria son rasgos importantes del prestamista, pero la relación entre prestamista y prestatario es considerablemente más profunda, como se muestra a continuación y en el capítulo 6. Además, la acumulación de intereses está muy limitada a un estrato aparte de la clase capitalista, el que posee capital disponible para prestar. En el capitalismo maduro, el agente prestamista típico es una institución financiera que presta capital dinerario que proviene de la clase capitalista, e incluso de otras clases. El concepto de capitalista «en dinero» tiene un poder limitado para explicar el fenómeno del crédito en el capitalismo financiarizado.

Por ser más claros, el prestamista normalmente conoce mejor el proyecto del prestatario de lo que se señala en el análisis del capitalista «en dinero». El prestamista debe asegurar el rendimiento del capital que devenga interés, llamado C" en el esquema; y aunque el aspecto contractual de la relación de crédito ofrece algunas garantías legales, el mejor seguro vendría dado solo por la capacidad del prestatario de generar C'. Paradójicamente, el prestamista está obligado a examinar y monitorizar el negocio del prestatario precisamente para mantenerse alejado de la producción y la acumulación. En caso de que el prestatario no pudiera cumplir su promesa, el prestamista se vería obligado a seguir adelante con el proyecto del prestatario con el objetivo de recuperar parte del capital anticipado, y de este modo se vería envuelto en las complicaciones típicas de los negocios, que había querido evitar en un primer momento. La necesidad de monitorizar al prestatario es incluso más fuerte cuando el prestamista utiliza el dinero de otros, como es el caso de las instituciones financieras; por eso los bancos tienen departamentos enteros dedicados a la tarea de monitorización.

Cabe señalar que Hilferding era plenamente consciente del papel de monitorización que desempeñan las instituciones financieras en el capitalismo avanzado, como se mostró en el capítulo 3. Su concepto de capital financiero estaba basado en el supuesto de que el prestamista participa activamente en el negocio del prestatario, y de hecho lo hace hasta tal punto que el capital bancario e industrial terminan por mezclarse. El capital financiero parte de la visión implícita de que la relación entre prestamistas y prestatarios no puede resumirse en la relativa indiferencia o tensión entre ambos. Para Hilferding era claro que en el capitalismo maduro el prestamista es una criatura mucho más compleja que el simple capitalista «en dinero» o que el parasitario cobrador de intereses.

---

[19] Véase M. Itoh, T*he Basic Theory of Capitalism*, Londres, Macmillan, 1988. C. Lapavitsas, «Two Approaches to the Concept of Interest-Bearing Capital», *International Journal of Political Economy,* núm. 27:1, primavera de 1997, pp. 85-106.

Una última pregunta a considerar sería: ¿cuál es el valor de uso de lo comerciado entre prestamistas y prestatarios, y cómo se relaciona con el tipo de interés? Según Marx, el capital que devenga interés tiene un valor de uso *sui generis,* que se corresponde con su carácter *sui generis* como mercancía[20]. Concretamente, el capital en dinero anticipado por el prestamista otorga al prestatario la capacidad de generar una tasa de ganancia media. Esta capacidad constituye el valor de uso peculiar que el prestamista vende al prestatario por un precio —también peculiar— que sería el tipo de interés. En otras palabras, lo que se comercia en los mercados a cambio de crédito es la capacidad del capital de producir plusvalía durante periodos de tiempo determinados[21].

En relación con esto, es oportuno añadir otras dos ideas analíticas de Marx. La primera es que el precio de esta mercancía particular no mantiene relación alguna con la teoría del valor trabajo ni con la producción de valores y mercancías. Este no es más que el resultado de una mera división cuantitativa de la ganancia total, que refleja la demanda y la oferta del capital que devenga interés en un momento concreto. En pocas palabras, no existe tal cosa como una tipo «natural» de interés[22]. El tipo de interés no plasma realidades materiales, sociales o económicas más allá del equilibrio transitorio entre la oferta y la demanda del capital que devenga interés.

La segunda es que el tipo de interés tiende a ser más bajo que la tasa de ganancia, y esta última actúa como límite superior del primero[23]. Este argumento es característico de la teoría marxista de las finanzas y la distingue de la teoría neoclásica, aunque el hecho de que ambos no se igualen no está plenamente explicado en Marx. La medida en que la tasa de ganancia supera al tipo de interés refleja la diferencia entre el capital en dinero activo y el capital en dinero atesorado. Además, refleja el movimiento cíclico inherente de las economías capitalistas, que tienden a mantener la tasa de

---

[20] K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, pp. 473-479.

[21] El análisis sobre capital que devenga interés de Marx difiere del de Laurence Harris («On Interest, Credit and Capital», *Economy and Society,* núm. 5:2, 1976, pp. 145-177), que fue luego rehecho por Ben Fine «Banking Capital and The Theory of Interest», *Science and Society*, núm. 49:4, 1985-1986, pp. 387-413. Según Harris la naturaleza del capital que devenga interés está determinada mayoritariamente por el uso que da el prestatario a los fondos prestados; de este modo, el capital que devenga interés propiamente dicho surge si el prestatario es un capitalista que utiliza el préstamo para producir plusvalía, pero no a la inversa. En cambio, según Marx, el prestamista vende el valor de uso de «ser capaz de producir plusvalía» sin importar los planes, expectativas y las operaciones del prestatario. La cuestión aquí no es la diferencia con Marx, que tiene poco significado en sí misma; la cuestión es que determinar el carácter del capital que devenga interés siguiendo la línea de Harris llevaría el análisis de las finanzas contemporáneas a un punto muerto. Gran parte del crédito actual se otorga para objetivos improductivos, como ocurre con las hipotecas; si el capital que devenga interés no se relaciona directamente con este tipo de crédito, la teoría marxista tiene poco que decir sobre las finanzas contemporáneas.

[22] K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, p. 484.

[23] Ibídem, p. 482.

ganancia por encima del tipo de interés, excepto en los periodos de crisis cuando esta relación se puede revertir[24].

El argumento de Marx sobre el valor de uso del capital que devenga interés y su importancia para determinar el tipo de interés tiene que ser abordado con cautela. La noción de que la capacidad de producir plusvalía se encuentra inherentemente en toda suma de dinero (incluso si es capital) no es muy convincente. El potencial para generar plusvalía se encuentra también en el proyecto que el prestatario aporta a la transacción; por no mencionar el presunto papel del prestatario como impulsor y supervisor del proceso de acumulación. La disponibilidad de capital en dinero es un elemento necesario pero no suficiente para generar plusvalía. Sin el proyecto ni el papel activo del prestatario, el capital en dinero del prestamista simplemente sería una suma de dinero estéril.

Esta idea es importante para proseguir con el análisis de la relación entre prestamista y prestatario. Establecer el potencial del prestatario para generar plusvalía es precisamente la razón por la que el prestamista tiene que recopilar información y monitorizar al prestatario. Esta es una parte esencial de las transacciones de crédito y caracteriza las operaciones de las instituciones financieras. En las transacciones de mercancías normales, el comprador comprueba la calidad del valor de uso de las mercancías y se asegura de que el valor se transmita adecuadamente a través de la mercancía comerciada[25]. En el caso del capital que devenga interés, el comprador (prestatario) no comprueba la calidad del valor de uso comerciado porque el dinero (siempre y cuando no sea fraudulento) posee una capacidad única para comprar, que es lo que necesita el prestatario. Sin embargo, el vendedor (prestamista) debe comprobar el potencial del comprador para generar plusvalía, es decir, para que no se malgaste el dinero prestado. Este es otro aspecto del carácter *sui generis* del capital que devenga interés.

Por recapitular, el valor de uso del capital que devenga interés es la capacidad de producir plusvalía, lo que constituye una condición necesaria

---

[24] Véase M. Itoh y C. Lapavitsas, *Political Economy of Money and Finance*, cit., pp. 69-67. Cabe señalar que el análisis de Marx sobre el interés como precio del capital que devenga interés o el capital prestable es muy diferente del análisis de los fondos prestables que hace Knut Wicksell. Primero, a diferencia de Wicksell, Marx no relacionó las fluctuaciones de los precios con los tipos de interés; segundo, en el mismo sentido, Marx no aceptó la noción de un tipo de interés «natural», determinado por la demanda y la oferta del capital real a partir de la cual el tipo de interés del dinero puede diferir e inducir cambios de precios. Según Marx, el interés es un fenómeno monetario puro y sin entidad «real». Sobre todo, el interés se relaciona con un tipo especial de capital —el capital prestable— y no simplemente con la liquidez, el crédito o incluso el capital en general. La dimensión monetaria propia del interés es precisamente el resultado de que el capital prestable es inherentemente monetario. Véase Knut Wicksell, «The Influence of the Rate of Interest on Commodity Prices» en *Selected Papers on Economic Activity*, Nueva York, Augustus M. Kelley Publishers, 1969.

[25] C. Lapavitsas, *Social Foundations of Markets, Money and Credit*, cit., cap. 2.

pero no suficiente para que el prestatario genere plusvalía. Para que esta se materialice, el prestatario debe poseer y supervisar un proyecto apropiado. No cualquier suma de dinero, accesible para el prestatario gracias al prestamista, posee la capacidad de generar plusvalía, y a cambio de esta suma el prestamista puede exigir una proporción de la presunta plusvalía.

El dinero ocioso y la práctica sistemática del crédito

Sin embargo, la discusión de Marx sobre la relación entre prestamista y prestatario contiene otra dimensión analítica que proporciona una visión más matizada del capitalista que posee capital que devenga interés. Esta podría llamarse la aproximación del «atesoramiento» al crédito monetario, que fue brevemente mencionada en relación con el trabajo de Hilferding. Más concretamente, Marx demostró en el volumen II de *El capital* que la circulación del capital industrial libera sistemáticamente fondos monetarios que están temporalmente ociosos como atesoramientos monetarios[26]. Estos fondos proporcionan los medios para la formación regular del capital que devenga interés. Bajo esta perspectiva, el sistema financiero está formado por un conjunto de mecanismos sociales que sistemáticamente convierten los fondos ociosos temporales en capital en dinero disponible para prestar.

Este es un enfoque muy distinto al que asume que el capital que devenga interés pertenece a un subconjunto específico de la clase capitalista, los capitalistas «en dinero». Lejos de ser una propiedad exclusiva del estrato de rentistas, el capital que devenga interés es en gran medida el capital dinerario sobrante y reasignado de la clase capitalista. Por eso mismo, la clase capitalista acumula intereses y estos no constituyen unos ingresos que sirven para formar un grupo social separado del resto, los capitalistas «en dinero».

El concepto apropiado para el análisis de la relación entre prestamista y prestatario dentro del enfoque del «atesoramiento» sería el de capital en dinero prestable, en lugar de capital que devenga interés. De hecho, el capital prestable es la forma desarrollada del capital que devenga interés, tanto en la teoría, como en las operaciones reales de la economía capitalista. El término «capital prestable» fue propuesto por Marx, aunque solo se usó con regularidad en los últimos capítulos del tercer volumen de *El capital,* que abordan fenómenos financieros concretos[27]. El capital prestable se basa en el funcionamiento avanzado del sistema financiero y, por

---

[26] K. Marx, *Capital*, cit., vol. 2, pp. 158-159 y 163-166. La formación de los atesoramientos ha sido analizada con más detalle en R. Hilferding, *Finance Capital*, Londres, Routledge & Kegan Paul, 1981, pp. 67-81; M. Itoh, *The Basic Theory of Capitalism*, Londres, Macmillan, 1988, pp. 259-260, 401; y más formalmente en C. Lapavitsas, «On Marx's Analysis of Money Hoarding in the Turnover of Capital», *Review of Political Economy*, núm. 12:2, 2000, pp. 219-235.
[27] K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, cap. 30-32.

tanto, corresponde a un nivel de abstracción teórica menor que el del capital que devenga interés.

El enfoque del «atesoramiento» pone especial énfasis en la formación activa del capital prestable por parte del sistema financiero, dado que este es el que recopila los fondos ociosos de la sociedad. Por esta razón la forma típica que toma el capital prestable es la de activos financieros — efectivo, depósitos con las instituciones financieras y títulos— que son promesas de pago (pasivos) de las instituciones financieras. La creación del capital prestable implica la movilización de los fondos monetarios ociosos generados durante la circulación del capital industrial y comercial. También implica la movilización de los fondos generados fuera de la circulación capitalista, como por ejemplo los atesoramientos privados formados mediante la renta personal de todas las clases sociales. Este último es un modo característico de la creación del capital prestable en el capitalismo financiarizado, liderado por un conjunto de inversores institucionales, como los fondos de pensiones, las empresas de seguros y similares; y también proporciona la vía para la expropiación financiera, como se muestra en el capítulo 6.

De manera más compleja, la creación del capital prestable implica anticipar al sistema financiero los fondos prestables que se acumularán en el futuro. Una práctica fundamental de las instituciones financieras es la creación proactiva de sus propios pasivos después de anticipar su propio crédito bajo la expectativa de acumular fondos ociosos y rendimientos en el futuro, lo cual validará a posteriori la creación de los pasivos[28]. Al anticipar su propio crédito, las instituciones financieras amplían la circulación del capital industrial y expanden indirectamente las fuentes potenciales de fondos ociosos. El sistema financiero actúa entonces como un mecanismo para la formación del capital prestable, pero de un modo muy mediado y precario.

Merece la pena destacar que las operaciones del sistema financiero menguan espontáneamente la importancia del propósito «productivo» de los préstamos. En un sistema financiero avanzado, por ejemplo, las instituciones financieras sistemáticamente prestan dinero para el consumo o para facilitar las transacciones financieras a otras instituciones. De esto se deduce inmediatamente que los rendimientos del capital prestable en los sistemas financieros avanzados no tienen por qué generar plusvalía, ni

[28] Siguiendo los pasos de Suzanne de Brunhoff, Martha Campbell sostiene que el crédito bancario valida con antelación la realización del valor. Además de esto, los bancos también anticipan la acumulación de fondos ociosos cuando hacen préstamos. Esta idea sobre cómo operan los bancos en la economía capitalista es fundamental: primero prestan y después buscan depósitos y reservas para respaldar su crédito. Véase Suzanne de Brunhoff, *Marx on Money*, Nueva York, Urizen Books, 1976, p. 46-47; Martha Campbell, «The Credit System» en Martha Campbell y Geert Reuten (eds.), *The Culmination of Capital: Essays on Volume III of Marx's Capital*, Londres, Palgrave, 2002, pp. 218-219.

directamente ni de ningún otro modo. Cabe señalar que el aspecto importante de la acumulación de intereses por parte del propietario del capital prestable es que esta ocurre gracias a la entidad del capital como propiedad. El interés es una recompensa por separarse del dinero prestado, sea cual sea el objetivo del préstamo. Este aspecto prevalece incluso cuando el crédito se da con fines productivos. De este modo, se crea una base formal para el pago del interés, incluso cuando el préstamo no tiene un objetivo productivo. La fuente de los intereses acumulados por parte del propietario del capital prestable no necesariamente tiene por qué ser la plusvalía generada en un proyecto capitalista.

Además, en los sistemas financieros avanzados la posibilidad inherente de comerciar con el capital que devenga interés o capital prestable se acentúa. Uno de los principales motivos es que el sistema financiero amplía la variedad de partes implicadas en las transacciones financieras, más allá de los participantes inmediatos en la circulación de un capital industrial en particular. Otra razón es que el sistema financiero aumenta la variedad de instrumentos de crédito con los que se puede comerciar, por lo cual ya no necesita que estos estén directamente vinculados a un sector industrial en particular. El sistema financiero homogeneiza también los tipos y los métodos del comercio de títulos[29]. A la vez, el sistema financiero intensifica la tendencia a comerciar con activos financieros. Las instituciones financieras necesitan medios de pago (liquidez) para saldar sus obligaciones, especialmente cuando las instituciones emiten activamente sus propios pasivos como anticipo de rendimientos futuros. El sistema financiero como tal pasa a ser una de las principales fuentes de demanda de fondos líquidos a corto plazo, lo cual estimula el comercio con los activos financieros.

El capital en dinero prestable, como el capital que devenga interés, está alejado de la producción y, por tanto, su funcionamiento depende solo en parte de factores materiales —del mundo de los valores de uso. Marx demostró la importancia de la cualificación del trabajo, la tecnología y la tasa de rotación para el funcionamiento básico del capital industrial y mercantil, e incluso para la determinación de su rentabilidad[30]. En marcado contraste, el funcionamiento del capital prestable está fuertemente condicionado por el diseño de las instituciones financieras, la práctica consuetudinaria, el marco legal e incluso por elementos de tipo moral y cultural. Estos factores también dan forma al impacto de los factores materiales en el funcionamiento del capital prestable. De este modo, tanto el volumen como el tipo al cual el capital prestable se anticipa dependen de la tecnología y de la

[29] Como señaló Hilferding, los títulos tienen una naturaleza peculiar dado que son cualitativamente idénticos. Incluso cuando existen estas diferencias cualitativas, son reducidas a diferencias cuantitativas, las diferencias en la tasa de rendimiento. R. Hilfdering, *Finance Capital*, cit., p. 144.
[30] K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, cap. 2-5, 17, 18.

cualificación del trabajo; no obstante, se pueden prestar cantidades similares tanto desde las modestas oficinas de un fondo de cobertura en Mayfair como desde lo alto del rascacielos de un banco de Wall Street.

Se deduce pues que las empresas que se especializan en el manejo y en la administración del capital prestable pueden ser considerablemente distintas en el día a día de su ejercicio profesional, incluso y a pesar de adoptar formas organizativas similares. El marco institucional, legal, consuetudinario y cultural en el que operan las instituciones financieras condiciona sus prácticas en los distintos países y áreas[31]. Por el mismo motivo, el sistema financiero presenta obviamente diferencias significativas entre países, e incluso entre distintas áreas dentro del mismo país, en lo que respecta a su diseño y sus operaciones. Este es un aspecto observable de las finanzas que se discute con mayor profundidad en el resto del libro. La ineludible variación entre sistemas financieros es importante para analizar la financiarización.

En resumen, el enfoque del «atesoramiento» proporciona un recorrido más analítico que el enfoque del capitalista «en dinero» para el análisis de las finanzas contemporáneas. Puede resultar más fructífero considerar la relación entre prestamista y prestatario como dos capitalistas «en funciones» que interaccionan para comerciar con capital dinerario prestable. El prestamista entra en la transacción como propietario de capital en dinero sin utilidad inmediata para la circulación del capital por un periodo determinado de tiempo; el prestatario busca capital en dinero, bien para inyectarlo en un circuito de capital existente, bien para empezar uno nuevo. Las dos partes implicadas no tienen por qué tener vínculos previos (económicos o sociales) y su relación se desarrolla sobre la base de que el prestatario reembolsará el dinero al prestamista más un interés. De este modo, el sistema financiero surge de las interacciones no planificadas de los capitalistas «en funciones» y proporciona un orden a la anticipación y al reembolso del capital prestable.

Las finanzas y la acumulación real: una relación bidireccional

El precedente análisis de la relación entre prestamista y prestatario proporciona un punto de partida para el análisis teórico de la estructura del sistema financiero y su relación con la acumulación real. El análisis que se lleva a cabo en el resto del capítulo radica en la discusión de Marx sobre las finanzas en los caóticos capítulos de la sección cinco del tercer volumen de *El capital*. Esta parte del trabajo de Marx contiene ideas fundamentales

---

[31] La teoría dominante aprecia este argumento y de hecho utiliza las prácticas legales como el principal modo de diferenciar sistemas financieros en los distintos países. Véase Rafael La Porta *et al.*, «Law and Finance», *Journal of Political Economy*, núm. 106:6, 1998.

sobre la estructura del sistema financiero derivadas de las especificidades institucionales e históricas de su tiempo[32]. La visión de Marx fue la base de la teoría de Hilferding sobre las finanzas, que es, a su vez, el fundamento de la exposición teórica sobre el sistema financiero del resto de este capítulo.

La discusión sobre el sistema financiero en las siguientes secciones también se deriva del influyente trabajo de Suzanne de Brunhoff, *La concepción monetaria de Marx*, y en la producción sostenida de Duncan Foley, a pesar de que uno no siempre reconoce su influencia o no siempre se está de acuerdo con estos autores[33]. Esta discusión se basa también, y quizás aun más, en el marxismo japonés, especialmente en la tradición de Kozo Uno, aunque de nuevo difiere en algunos aspectos concretos e importantes. A diferencia del marxismo anglosajón de posguerra, los marxistas japoneses conocen con profundidad los debates marxistas clásicos sobre las finanzas desde los primeros años de entreguerras. El pensamiento económico llegó a Japón a principios del siglo XX, mayoritariamente desde Europa, y una gran parte provenía del marxismo[34]. El libro de Hilferding fue usado como un libro de texto estándar de economía durante las décadas del periodo de posguerra; su influencia en el marxismo japonés ha sido enorme.

Algunas ideas en relación con la estructura del sistema financiero a lo largo de este capítulo son originarias del libro de Kozo Uno, *Principles of Political Economy*. Es un libro extremadamente denso y nada claro, si bien se publicó una versión resumida en japonés en 1964 que fue traducida al inglés en 1980. Para apreciar la aproximación de Uno a la relación entre los conceptos teóricos e históricos en el contexto de las finanzas es quizás más fácil utilizar *Kenzai Sensakuron*, cuya traducción al inglés hizo Tomohiko Sekine, disponible en fotocopias como *The Types of Economic Policy Under Capitalism*. Especialmente sobre el papel contradictorio del crédito en la acumulación capitalista hay mucho que sacar del libro de Uno llamado *Kyoukouron,* que no está disponible en inglés y que a menudo se referencia como *Theory of Crisis*, aunque sería más preciso llamarlo *Theory of Panic*.

La Escuela de Uno es, por supuesto, una corriente amplia con varios subgrupos. Su exponente más conocido en Occidente es Tomohiko Sekine, cuyo libro *Dialectic of Capital* es fundamental para apreciar el

---

[32] Como siempre ocurre con Marx, este postula un núcleo teórico duro incluso para las observaciones casuales sobre las prácticas financieras o las políticas estatales.

[33] Véase, en particular, Duncan Foley, «The Value of Money, the Value of Labour Power and the Marxian Transformation Problem», *Review of Radical Political Economics,* núm. 14:2, 1982; D. Foley, *Money, Accumulation and Crisis*, Londres, Harwood Academic Publishers, 1986; D. Foley, *Understanding Capital*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 1986.

[34] Para una discusión accesible sobre esta cuestión, véase Tessa Morris-Suzuki, *Historia del pensamiento económico japonés*; para un análisis más avanzado, véase Andrew Barshay, *The Social Sciences in Modern Japan: The Marxian and Modernist Traditions*, Berkeley, University of California Press, 2004.

método de análisis de Uno así como el orden unoísta de investigación económica, que arranca del capital mercantil para llegar al capital prestable y al capital industrial; Sekine ha analizado también la relación entre el crédito comercial y el crédito bancario. Igual de conocido en Occidente es Makoto Itoh, quien a pesar de estar en una posición distinguida en la Escuela de Uno, siempre está dispuesto a analizar e incorporar nuevas ideas de otras tradiciones. Itoh ha estado interesado desde hace mucho tiempo en el dinero y en las finanzas, algo evidente ya en su primer libro (escrito en coautoría), *The basic theory of money and credit*. Su influencia en el análisis de la estructura del sistema financiero realizado en lo que queda de capítulo es evidente. Shigekatsu Yamaguchi es menos conocido en Occidente, aunque más importante para el análisis del funcionamiento de las finanzas y del papel del dinero en el capitalismo contemporáneo. Su *Theory of structure and finance* establece las principales relaciones entre el crédito comercial, bancario y el mercado monetario, a la vez que de forma independiente expresa las ideas clave del postkeynesianismo sobre el dinero crediticio. La siguiente exposición también se deriva del análisis de Yamaguchi.

En resumen, en el resto de este epígrafe, se toma el enfoque del «atesoramiento» de Marx como punto de partida para desarrollar una visión teórica de las finanzas como sistema. El sistema financiero comprende un conjunto de mecanismos sociales que emanan de la acumulación real, incorpora el crédito comercial y moviliza los fondos ociosos que son transformados en capital prestable para ser encauzados de nuevo hacia la acumulación. El sistema financiero surge de la acumulación capitalista, pero también le da forma e influye en su dirección. Hay una relación bidireccional entre la acumulación y las finanzas. Este enfoque es capaz de esclarecer teóricamente la financiarización del capitalismo contemporáneo.

Las finanzas no son una entidad parasitaria, sino un elemento esencial de la economía capitalista. Sería impensable un capitalismo desarrollado sin un sistema financiero desarrollado. El sistema financiero ofrece servicios clave para la acumulación capitalista y mejora la rentabilidad de las empresas industriales y comerciales. Básicamente esta es la razón por la cual las instituciones financieras pueden generar ganancias de forma sostenida. No obstante, la relación entre el sistema financiero y la acumulación real es contradictoria: las finanzas pueden tener efectos destructivos sobre la acumulación real. La especificación de algunas de las condiciones bajo las cuales pueden ocurrir estos fenómenos es el contenido de gran parte del resto del libro.

La idea fundamental de la tradición de Uno es, en este sentido, que las finanzas son un todo integrado de relaciones ordenadas en estratos

interconectados que surgen espontáneamente de la acumulación real. Esta es una contribución innovadora que puede resumirse de forma simple representando el sistema crediticio mediante una pirámide de relaciones de crédito[35]. Su base son las relaciones elementales del crédito comercial, después se encuentran las relaciones, más complejas, del crédito monetario (bancario) y las relaciones, todavía más complejas, del crédito del mercado monetario y, finalmente, la parte superior recoge las relaciones de crédito del banco central. Por otro lado, el mercado de capital (de valores) se conecta a este sistema a través de los flujos de valor y la determinación de los precios a lo largo de la pirámide del sistema crediticio. El sistema crediticio junto al mercado de valores conforman el sistema financiero.

La importancia de esta representación conceptual de las finanzas no descansa en las instituciones y en los mercados concretos, ni siquiera en la jerarquización de las relaciones de crédito en una pirámide. El capitalismo financiarizado, como se muestra en los capítulos 7 y 8, ha generado diversas instituciones y prácticas financieras que no encajan inmediatamente con la visión esquemática de la pirámide, entre las cuales se encuentran, por ejemplo, el préstamo de los bancos a los individuos y la comercialización en los mercados de derivados. Además, el diseño actual del sistema financiero puede variar entre países y puede divergir de la abstracción de la pirámide, en tanto refleja avances históricos, institucionales y de otro tipo.

La importancia de una representación ordenada del crédito y las finanzas se deriva de dos rasgos teóricos de mayor profundidad. El primero es que el sistema financiero surge de forma endógena a la acumulación real: las finanzas son una consecuencia necesaria de la acumulación y no un conjunto arbitrario de instituciones y prácticas concebidas por una autoridad extra-económica. No obstante, el surgimiento endógeno del sistema financiero no evita que este sea muy cambiante y maleable. El segundo rasgo es que las relaciones de crédito contienen un orden interno necesario. El crédito en una economía capitalista comprende una sucesión de promesas de pago interconectadas que se sostienen mutuamente —y que van de las más simples a las más complejas—, de modo que se genere confianza y validación social en el conjunto del sistema crediticio. Por esta razón el crédito puede ampliar la acumulación, pero también puede tener un efecto destructivo, en especial si se rompe la cadena de promesas de pago, lo que conduciría al derrumbe de la confianza social.

---

[35] Véase M. Itoh y C. Lapavitsas, *Political Economy of Money and Finance*, cit., cap. 4; y también Lapavitsas, *Social Foundations of Markets, Money and Credit*, cit., cap. 4.

Crédito comercial y bancario

Consideremos ahora con más detalle las relaciones estratificadas y ordenadas del sistema crediticio. La parte inferior de la pirámide de crédito es el crédito comercial, que surge directamente de la acumulación real. Este es una forma elemental de crédito que sucede espontánea y necesariamente de la competencia entre empresas. Para que surja crédito comercial no se requiere ni capital prestable ni instituciones financieras complejas, es simplemente la anticipación de un producto acabado a cambio de la promesa de pago. Los instrumentos financieros a los que dan lugar pueden tomar varias formas, como las letras de cambio y los pagarés. El crédito comercial proporciona la base sobre la cual se pueden desarrollar las otras relaciones de crédito y conformar el sistema financiero.

El crédito comercial surge tradicionalmente dentro de sectores de producción particulares en los que las empresas ya están relacionadas entre sí a través de prácticas anteriores de compraventa, de modo que ya poseen una base de confianza necesaria para el anticipo del crédito[36]. El crédito comercial mejora la rentabilidad de los capitalistas «activos» dado que, en primer lugar, acelera la rotación del capital y, en segundo lugar, reduce las reservas de dinero y los inventarios de productos acabados de las empresas. Un aspecto sorprendente de la financiarización es la disminución relativa del crédito comercial, que se muestra en el capítulo 8, lo que podría indicar una confianza creciente de las empresas en otras formas de crédito para solucionar las necesidades de la circulación.

El segundo piso de la pirámide de crédito es el crédito monetario (o bancario), que en parte descansa en el crédito comercial e incorpora elementos de este. Este crédito se asocia a las instituciones fundamentales del sistema crediticio —los bancos— e implica la comercialización del capital prestable, que es en lo que se especializan los bancos. La cuestión que surge inmediatamente es: ¿qué son los bancos y cómo surgen?

Dicho en pocas palabras, los bancos son empresas capitalistas que desarrollan habilidades para la compra de activos financieros (títulos) mediante la extensión de sus propios pasivos (promesas de pago)[37]. Los activos de un banco comprenden básicamente promesas de pago hechas por terceros. En primera instancia, los bancos adquieren activos financieros que se generan de forma espontánea entre las empresas a través de las relaciones de crédito comercial. Para este objetivo, anticipan su capital prestable o el de terceros. A medida que se desarrolla la banca, la variedad de activos financieros que adquieren los bancos se amplía enormemente. En el capitalismo avanzado

---

[36] C. Lapavitsas, *Social Foundations of Markets, Money and Credit*, cit., cap. 4.
[37] Ibídem.

los activos bancarios solo se relacionan parcialmente con los instrumentos de crédito comercial e incluyen títulos del gobierno, títulos privados y préstamos de varios tipos, entre otros.

El aspecto más sorprendente de la banca como actividad capitalista es que un banco puede adquirir activos financieros con sólo confiar en su propia solvencia y sin necesidad de anticipar capital prestable. La forma más pura del crédito bancario son sus propias promesas de pago como anticipo de la futura acumulación de capital prestable, lo que permitiría al banco cumplir las promesas de pago que ya ha hecho. En resumen, los pasivos de un banco son a menudo promesas de pago que el banco hace con la expectativa de recibir regularmente la entrada de flujos suficientes de capital prestable. Esta es la base sobre la que los bancos empiezan a movilizar capital prestable entre la clase capitalista, que no es lo mismo que esperar a que llegue el capital prestable en forma de depósitos.

Los bancos son capaces de operar de este innovador modo porque estos son una evolución de lo que Marx llamó «capital mercantil» y más específicamente del «capital que comercia con dinero»[38]. El capital mercantil se encuentra en la esfera de la circulación y se especializa en las operaciones de compraventa; el capital de los gestores de dinero es una parte del capital mercantil que se centra en los aspectos de la circulación que se relacionan estrechamente con el dinero, como el almacenamiento, el mantenimiento, la transmisión y el cambio de denominación del dinero. Los comerciantes y los gestores de dinero ocupan una posición central entre los capitalistas a fin de emprender el negocio bancario. Dado que los activos bancarios consisten en promesas de pago hechas por las empresas y otros agentes de los diferentes sectores económicos, los bancos necesitan mucha información sobre la solvencia de los potenciales prestatarios. Los comerciantes y los intermediarios monetarios obtienen esta información de forma natural y adquieren las habilidades necesarias para evaluar la solvencia al intermediar de forma regular con una amplia variedad de capitalistas sin relación entre ellos[39].

Hay dos elementos interrelacionados que merece la pena enfatizar. El primero es que la aproximación a la banca, que se resume en este epígrafe, tiene una correspondencia directa con el debate histórico sobre el surgimiento de los bancos entre la aproximación de los «orfebres» y la aproximación de las «letras»[40]. De acuerdo con la visión de los «orfebres»,

---

[38] K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, cap. 19.

[39] C. Lapavitsas, *Social Foundations of Markets, Money and Credit*, cit., cap. 4.

[40] El debate es resumido por Schumpeter que, sin embargo, rechaza la visión de las «letras». Esta no es ni de lejos la única vez que el gran libro de Schumpeter resulta engañoso en lo que se refiere al desarrollo del pensamiento económico. J. A. Schumpeter, *History of Economic Analysis*, Nueva York, Oxford University Press, 1954, pp. 729-790 [ed. cast.: *Historia del análisis económico,* Madrid, Ariel, 2015].

las raíces históricas de la banca se encuentran en los orfebres, quienes presumiblemente empezaron a aceptar depósitos y después hicieron anticipos a los prestatarios. De este modo los bancos son intermediarios financieros pasivos que recopilan las reservas disponibles de valor y las ponen a disposición de terceros. En cambio, según la visión de las letras, las raíces históricas de los bancos se encuentran en los comerciantes, quienes empezaron a especializarse en el descuento de letras. De este modo, los bancos son capitalistas activos que hacen préstamos usando su capital y su crédito; Marx era más afín a la visión de las letras[41].

Sin embargo, para evitar la confusión es necesario considerar con un poco más de detalle la visión de Marx sobre el surgimiento histórico de los bancos. No hay duda de que, según Marx, la banca es una forma antigua de actividad económica capitalista[42]. No obstante, la banca difícilmente podía surgir a partir del descuento de las letras comerciales en la Antigüedad clásica así como tampoco en la Italia medieval. Por contra, en la temprana Edad Moderna en Inglaterra, la banca se desarrolló y creció sobre esta base[43]. Las raíces de la aproximación dialéctica de Marx al capital bancario radican en la observación histórica. A pesar de que la banca es una actividad económica de largo recorrido, su forma más antigua no es necesariamente la que permite el mejor análisis de esta como actividad capitalista. La banca inglesa es el punto de referencia para el análisis de la banca, porque captura su contenido más profundo en el capitalismo avanzado. Desde esta perspectiva, la visión de las «letras» es capaz de esclarecer el funcionamiento de la banca tanto en las economías capitalistas como en las sociedades anteriores al capitalismo, incluso aunque no encaje necesariamente con la forma específica de la banca en periodos históricos anteriores. Conceptual y analíticamente, la visión de la banca basada en las letras es capaz de dominar la visión de los orfebres.

El segundo elemento es incluso más importante, ya que se relaciona directamente con la teoría bancaria contemporánea. La visión de los orfebres es fundamental para la aproximación de las reservas fraccionarias; también proporciona la base para la microeconomía contemporánea de la

---

41 Véase, por ejemplo, K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, pp. 736-737.

42 Ibídem, cap. 36.

43 El trabajo histórico de Peter Spufford establece este aspecto de forma clara (*Money and Its Use in Medieval Europe*, Cambridge, Cambridge University Press, 1988; *Power and Profit: The Merchant in Medieval Europe*, Nueva York, Thames & Hudson, 2002). Sin embargo, incluso en la antigua literatura histórica sobre la banca continental, se demuestran los orígenes mercantiles de la banca así como la estrecha conexión entre la práctica bancaria y el comercio; considérese, por ejemplo, a Raymond de Roover sobre los Medici. Abott Usher revela que el depósito bancario puro era un *cul-de-sac* histórico, incluso aunque esta no fuera su intención: *The Early History of Deposit Banking in Mediterranean Europe*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 1943; véase también *The Origins of Banking: The Primitive Bank of Deposit, 1200-1600*, Londres, A&C Black, Ltd, 1934.

banca, que trata de explicar el surgimiento de los bancos en función de las asimetrías de información entre los prestatarios y los prestamistas, como se vio en secciones anteriores de este capítulo. Los bancos son tratados fundamentalmente como intermediarios financieros pasivos que adquieren reservas mediante la recopilación de fondos prestables, lo cual sirve como base para iniciar la actividad crediticia. En cambio, la visión de las letras es fundamental para una aproximación contemporánea alternativa y mucho más fructífera sobre la banca, que está asociada al postkeynesianismo. En resumen, los bancos son agentes activos que primero anticipan créditos y luego tratan de asegurar las reservas que los respaldan[44].

La visión marxista sobre la banca resumida en esta sección es muy cercana a la aproximación postkeynesiana. Los bancos no intermedian pasivamente los flujos de capital dinerario prestable; al contrario, los bancos son agentes capitalistas activos que se especializan en la adquisición de activos financieros, es decir, en hacer préstamos de distinto tipo. Los bancos prestan, anticipando capital prestable que ya tienen —tanto suyo como de terceros—, pero también anticipando la entrada de flujos de capital prestable que podrían respaldar los préstamos ya dados. Mediante estas prácticas, los bancos ayudan a ampliar la acumulación y de este modo a generar flujos de capital prestable que ya han anticipado. Esta es básicamente la fuente del misterioso poder de la banca en el capitalismo avanzado.

En resumen, los bancos son empresas capitalistas que se especializan en la recopilación y el avance de capital prestable. Los bancos también emprenden operaciones de intermediación monetaria como las transacciones de divisas extranjeras, la administración de los depósitos, la transmisión de dinero y la realización de pagos, entre otros. Invierten su capital propio para apoyar sus actividades y su objetivo es obtener ganancias competitivas. El siguiente apartado presta más atención a las ganancias de los bancos, en tanto elemento esencial de las ganancias financieras cuyo crecimiento ha sido un rasgo característico de la financiarización[45].

---

[44] Una potente presentación de esta aproximación es la que se hace en Basil J. Moore, *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, Cambridge University Press, 1988.
[45] En «Banking Capital and the Theory of Interest», Fine presenta el capital bancario como una combinación entre el capital mercantil y el capital prestable que cambia de acuerdo a las circunstancias históricas e institucionales. Este es un enfoque erróneo, que confunde la sustancia del crédito bancario (el capital prestable) con lo que son los bancos (una forma de capital evolucionada del capital mercantil). La cuestión está lejos de ser académica: si los bancos fueran en sí capital prestable, la tasa de ganancia en la banca estaría determinada por la tasa de ganancia en otros sectores, a diferencia de lo que realmente la determina; en este sentido, tendrían que existir diferencias sistemáticas en la movilidad del capital entre la banca y otros sectores de la economía. Según Fine, estas diferencias surgen de las propias acciones de los bancos. El modo habitual en que se igualan las tasas de ganancia es a través de los préstamos de los bancos que encauzan los recursos de los sectores de baja rentabilidad hacia los de alta rentabilidad. Sin embargo, según Fine, los bancos estarían poco dispuestos a prestar a otros bancos, dado que esto disminuiría la rentabilidad del propio prestamista; de este modo, en las economías desarrolladas

La ganancia, la solvencia y la liquidez bancaria

Las ganancias bancarias tienen numerosas fuentes, que reflejan la mezcla de actividades en las que habitualmente participa el capital bancario. Surgen de la diferencia entre los intereses que los bancos ganan por sus activos y los que pagan por sus pasivos. Surgen también de las operaciones de intermediación monetaria que normalmente generan la tasa media de ganancia, en tanto estas operaciones son esenciales para la circulación de todo el capital social. Surgen, por último, de las operaciones de los bancos en los mercados financieros, de las comisiones y tarifas que ingresan por ellas, así como de las ganancias de capital que obtienen. El peso relativo de cada fuente de ganancia difiere en función de la especialización de cada banco así como del marco institucional e histórico específico de la banca en cada país.

La ganancia bancaria no surge directamente de la utilización del capital propio de los bancos y esto constituye una diferencia cualitativa entre el capital bancario y otros tipos de capital. Los bancos son empresas que participan de forma exclusiva en la esfera de la circulación y no producen valor. En consecuencia, las ganancias de los bancos no reflejan la movilización de recursos directamente a través de la inversión del capital del banco[46]. Los bancos son intermediarios con activos que generan ganancias financiados mediante el recurso al endeudamiento. Son empresas con un apalancamiento muy elevado y que aportan únicamente una pequeña proporción de capital propio. A diferencia de las empresas industriales, el capital que invierten los bancos solo proporciona una parte de los recursos que necesitan (fuerza de trabajo, edificios o equipo técnico, entre otros). En su lugar, el capital de un banco es mayoritariamente requerido para garantizar la solvencia bancaria y para asegurar las secuencias de crédito que dependen de los bancos.

El aspecto definitorio de la banca es la adquisición de promesas de pago (activos) hechas por terceros, que se financian mediante la emisión de las promesas de pago propias del banco (pasivos). De este modo, la

---

los bancos tienden a evitar hacer préstamos a otros bancos. Esto es manifiestamente falaz: en la práctica los bancos tienen como costumbre habitual prestar a otros bancos y estos créditos son precisamente el núcleo del mercado monetario. En el capitalismo desarrollado los bancos *deben* prestar a otros bancos para que el sistema crediticio pueda cumplir sus funciones normales. El origen del error de Fine es tratar el capital bancario como capital prestable, en vez de como una forma de capital que evoluciona a partir del capital mercantil.

[46] La ganancia neta de un banco surge una vez descontados los costes salariales, los costes de equipo, las rentas, etc.; pero dado que el banco no produce valor, estos costes son simples sustracciones del ingreso. En resumen, aunque los costes bancarios representan una cierta movilización de recursos, las ganancias que se generan no son el resultado directo de su movilización, como sería el caso de las ganancias de los capitalistas industriales. Este punto no se aprecia a veces en la literatura marxista. Carlo Panico, por ejemplo, en parte a raíz de su debate con Ben Fine, trata los costes bancarios como un insumo necesario para generar ganancias. Esta es una aproximación equivocada al papel intermediador de los bancos.

rentabilidad de los bancos depende de la validez de las promesas de pago hechas por terceros y adquiridas por el banco, así como de la composición de los activos y los pasivos bancarios. La ganancia bancaria, por ejemplo, se vería afectada si los prestatarios no pagaran, si las fluctuaciones de los tipos de interés alteraran el valor de los activos y los pasivos, o si los diferenciales de los tipos de interés cambiaran de forma impredecible, entre otros ejemplos. Estos riesgos fuerzan a los bancos a recopilar información y monitorizar a los prestatarios, para lo cual desarrollan técnicas específicas y dedican los recursos necesarios. Sin embargo, es imposible eliminar por completo las pérdidas, no solo porque seguramente algunos de los prestatarios fracasarán, sino también por otras razones. El objetivo primordial del capital de un banco es protegerse ante estas pérdidas y básicamente asegurar así su solvencia.

A la vez, el capital propio de los bancos es importante por cuestiones de liquidez. Desde el punto de vista de la economía política marxista, la definición de liquidez es simple: esta es la facilidad de convertir un activo financiero en el equivalente general, que es la forma absoluta de liquidez. La práctica bancaria fundamental de adquirir activos mediante la emisión de pasivos tiene implicaciones directas para la liquidez, ya que los pasivos bancarios tienden a vencer antes que los activos. No hay misterio en este sentido: los bancos buscan promesas de pago hechas por terceros a cambio de las suyas propias; por este motivo, permaneciendo el resto constante, es más probable que un banco tenga éxito si sus promesas vencen en un plazo más corto, lo que implica retornar antes a la forma monetaria[47]. Al final, las promesas de pago del banco pasan a ser dinero crediticio con liquidez absoluta. Son depósitos y billetes bancarios que permiten el cobro a la vista. La «transformación del vencimiento» es un aspecto esencial de la banca capitalista; es la cara «bancaria» de la creación de dinero por parte de los bancos. Así pues, los bancos tienen una necesidad constante de activos líquidos para hacer frente a las presiones generadas por los propietarios de los pasivos que reclaman el pago.

La forma estándar en la que los bancos se ocupan de las demandas de liquidez es manteniendo reservas de activos líquidos aun cuando estos implican un coste en tanto tienden a tener rendimientos menores. Los bancos también pueden obtener liquidez vendiendo activos, algo todavía más costoso, especialmente cuando hay que obtener liquidez urgentemente. Por último, pueden pedir liquidez prestada en los mercados abiertos de capital prestable. La mezcla de métodos que acaba utilizando la banca es una cuestión de práctica consuetudinaria —que en parte está plasmada en la ley—, pero también es el resultado del marco institucional e histórico

---

[47] C. Lapavitsas, *Social Foundations of Markets, Money and Credit*, cit., cap. 4.

dentro del que operan. El problema del acceso a la liquidez de los bancos es un rasgo característico de las crisis capitalistas y de la inestabilidad que empezó en 2007, como se muestra en el capítulo 9.

Más allá de los métodos particulares para obtener liquidez, la «transformación de vencimientos» implica que los bancos fracasarán necesariamente si los propietarios de los pasivos exigen sus pagos *en masse*[48]. El único modo seguro de ocuparse de este peligro sería que los bancos mantuvieran reservas de liquidez equivalentes al total de sus pasivos. La implicación sería obvia: la función esencial de los bancos de anticipar capital prestable se vería perjudicada, principalmente porque los bancos no serían capaces de anticipar su propio crédito a la espera de una acumulación de capital prestable en el futuro que respaldara su anticipación[49].

Así pues, la liquidez y la solvencia de un banco están relacionadas entre sí: si disminuye la calidad de los activos del banco, su solvencia será cuestionada; los titulares de sus pasivos exigirán probablemente que el banco cumpla sus promesas de pago. La solvencia del banco estaría protegida por su propio capital, que absorbería las pérdidas generadas por sus activos; en este sentido, el capital también protegería la liquidez, ya que serían otros los que se verían obligados a cumplir las promesas de pago de los bancos. Sin embargo, no hay base teórica sobre la cual establecer el nivel de capital que proporcionaría una protección adecuada a los bancos en un momento determinado. Tanto la solvencia como la liquidez son categorías empíricas que resultan de la experiencia histórica y de las estructuras institucionales concretas.

Las ganancias de los bancos reflejan su papel esencial en la economía capitalista. Por un lado, el crédito bancario es fungible y puede ser puesto a disposición de los capitalistas en funciones en las distintas especializaciones de la economía. En consecuencia, el crédito bancario permite que los capitalistas activos aceleren la rotación, amplíen la escala de las operaciones existentes y desarrollen nuevas actividades. Los bancos también movilizan reservas de dinero ocioso generadas por cada capitalista en funciones y, por tanto, reducen el conjunto de dinero ocioso en manos de los capitalistas. Por último, pero no menos importante, el crédito bancario pone en circulación el capital dinerario ocioso, de modo que facilita la movilidad del

---

[48] Los pánicos bancarios son sucesos bastante excepcionales en la historia del capitalismo maduro, si bien la crisis de los años 2000 ha vuelto a dar relevancia a estos fenómenos. La teoría económica dominante es plenamente consciente del riesgo ineludible de los pánicos bancarios a causa de las prácticas habituales de la banca comercial; véase Douglas Diamond y Philip Dybvig, «Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity», *Journal of Political Economy,* núm. 91, 1983.

[49] La idea de la banca de reservas 100 %, o la *narrow banking,* está asociada con la tradición económica de Chicago. Lleva al extremo el enfoque de la banca de los orfebres; para una breve discusión sobre esto véase la nota 33 del capítulo 10.

capital entre los distintos sectores de la economía. El crédito bancario es un componente fundamental de la igualación de las tasas de ganancia en las economías capitalistas avanzadas.

Normalmente, además, los bancos recopilan información del conjunto de la economía para anticipar los préstamos. Pasan a ser un repositorio del conocimiento económico y social de una economía capitalista y eso les dota de una perspectiva de conjunto de la acumulación real, en contraste con la perspectiva parcial y fragmentada que tienen las empresas no financieras. La amplitud de la información sobre la que necesariamente se basa el crédito bancario le da un carácter más objetivo y social que la perspectiva limitada del crédito comercial. La relación crediticia entre dos capitalistas en un segmento concreto de los negocios es inevitablemente mucho más cercana que la relación crediticia entre un capitalista y un banco que opera en distintos segmentos de los negocios; el crédito, y por tanto la confianza, tiene un carácter más social y menos personal cuando este lo anticipa un banco[50].

Sin embargo, el capital bancario también socava la acumulación capitalista. Los bancos se anticipan al futuro para hacer préstamos, siempre sobre la base de los beneficios esperados. Administrar la liquidez y la solvencia con la vista puesta en asegurar la rentabilidad es lo que causa la inestabilidad inherente a la banca. Los bancos son una parte habitual de las crisis capitalistas, tal y como se muestra en la sección final de este libro en relación con la crisis mundial que se desató en 2007.

El mercado monetario y el crédito del banco central

El tercer piso de la pirámide de crédito es el crédito del mercado monetario. El término «mercado monetario» representa normalmente un conjunto de mercados de mayoristas de capital prestable a corto plazo. En este libro el término es usado para referirse al mercado interbancario —un mercado de crédito mayorista entre bancos— en un sentido más concreto y estricto. En la práctica, el mercado monetario es mucho más amplio y comprende el comercio mayorista de crédito entre instituciones financieras, pero también participan en él empresas de todo tipo, como las corporaciones industriales.

En los textos de Marx y Hilferding, no se distingue al mercado monetario como una entidad diferenciada dentro del sistema financiero, si bien está presente en el análisis de los sucesos y fenómenos financieros concretos. Ambos tendieron a tratarlo como si fuera otro mercado financiero más, a menudo sin diferenciarlo del mercado de capital. En *Kenzai Seisakuron*, Uno hizo un avance conceptual en este sentido al identificar el mercado

---

[50] C. Lapavitsas, *Social Foundations of Markets, Money and Credit*, cit., cap. 4.

interbancario como un elemento distintivo del sistema crediticio[51]. El mercado interbancario está separado del mercado de capital, a pesar de que este último pertenece al sistema financiero en general.

El poder de la idea de Uno no se deriva de su visión de que el objeto comerciado en el mercado monetario es «dinero en tanto fondos» (*shikin*), mientras que el objeto comerciado en el mercado de capital es «dinero en tanto capital» (*shihon*). Esta distinción —que en japonés tiene sentido lingüísticamente hablando— pretende capturar la diferencia entre una mera cantidad de dinero y una cantidad de dinero comerciada como capital. Esta diferenciación es fundamental para la «doctrina de la circulación» de Uno y forma parte de su afirmación de que el objeto comerciado, generalmente entre prestamista y prestatario, es una mera cantidad de dinero (*shikin*), mientras que el capital (*shihon*) se comercia en el mercado de valores. De hecho, Uno rechaza así la afirmación de Marx de que el capital que devenga interés es una cantidad de dinero comerciada «como capital». Según Uno, el dinero «como capital» es comerciado en el mercado de valores.

El argumento de Uno en relación con la naturaleza del objeto comerciado entre prestamista y prestatario se enfrenta a una profunda dificultad conceptual: si es una mera cantidad de dinero, y no capital, ¿por qué el prestamista tiene el derecho a exigir (y obtener de hecho) su reembolso con interés? En términos de la diferenciación de Uno entre *shikin* y *shihon* no hay solución para este problema. Por otro lado, si se adoptara el supuesto de Marx de que el objeto comerciado es capital dinerario disponible para prestar, el problema entonces desaparecería casi por completo. Así pues, los fondos, tanto los del mercado monetario como los del mercado de capital, constituyen capital dinerario prestable que de forma natural acaba volviendo a su propietario. En el resto de este análisis se asume que el objeto comerciado en el mercado monetario es capital que devenga interés o, para ser más precisos, capital prestable.

La idea de Uno es, no obstante, innovadora porque pone en primer plano la creación del mercado monetario por parte de las instituciones financieras, en vez de por parte de los usuarios y propietarios finales del capital prestable[52]. Básicamente, la razón por la cual surge el mercado monetario es la demanda de liquidez a causa de las operaciones habituales de la banca, que lleva a los bancos a comerciar entre sí con liquidez disponible. Concretando un poco más, la oferta de capital prestable en el mercado monetario surge cuando a

---

[51] Kozo Uno, *Keizai Seisakuron*, Tokio, Kobundo Shobo, 1936, parte 3, cap. 1, sección 2.

[52] Este punto se le escapa a la nueva economía financiera, que trata el surgimiento de las instituciones financieras como el resultado de fallos de mercado, es decir, de la incapacidad de equilibrar la oferta y la demanda entre propietarios y usuarios de los fondos. Sin embargo, el mercado monetario lo crean las instituciones financieras por motivos relacionados con la intermediación financiera, y no los propietarios y usuarios finales del capital prestable.

los bancos les resulta caro mantener la liquidez disponible; la demanda surge de los bancos cuando tratan de buscar liquidez en préstamos para financiar los activos. Desde esta perspectiva, el mercado monetario es, en esencia, un mercado interbancario de reservas de liquidez.

El crédito del mercado monetario es una variante del crédito bancario (o del crédito monetario) que suele tener lugar entre instituciones financieras especializadas en la provisión de crédito bancario. Representa por tanto un forma más desarrollada de crédito bancario en comparación al crédito entre bancos y capitalistas activos. La solvencia en el mercado monetario la establecen prestamistas especializados que poseen activos repartidos entre una gran variedad de sectores económicos. El crédito del mercado monetario posee de este modo un aspecto general y objetivo: los participantes deben tener una visión global de la acumulación antes que una simple monitorización del circuito concreto de capital en el que se utilizarán los fondos. En este sentido, la confianza en el mercado monetario tiene determinantes sociales, incluso aun cuando se trate de transacciones privadas entre banqueros y otros intermediarios[53].

En términos generales, el mercado monetario es el sitio donde toda la sociedad, y no solo prestamistas y prestatarios particulares, comercia con el capital prestable. En el mercado monetario, el capital prestable es una entidad social comerciada entre especialistas indiferentes a los usos concretos de los fondos prestados. Las transacciones de crédito pasan a ser actos impersonales entre los participantes, especialistas en prestar, a pesar de seguir siendo acciones privadas entre prestamista y prestatario. En el mercado monetario el capital prestable aparece realmente como una mercancía *sui generis,* que determina un precio (el tipo de interés) que puede actuar como punto de referencia general para otras transacciones de crédito.

El crédito del mercado monetario es vital para la acumulación capitalista en tanto aumenta la fungibilidad del capital prestable. Un mercado monetario profundo y amplio es un requisito esencial para un sistema crediticio avanzado, dado que permite a los bancos desarrollar sus funciones de un modo más efectivo. Si el mercado monetario no funciona correctamente, los bancos tendrán dificultades para obtener liquidez y por tanto también el crédito bancario empezará a no funcionar. Es propio de las crisis capitalistas que aparezcan primero en el mercado monetario y posteriormente pasen a ser crisis crediticias más amplias, que pueden evolucionar en crisis económicas generales.

El piso superior de la pirámide de crédito es el crédito del banco central. La naturaleza y el papel de los bancos centrales se ha discutido ya en

[53] C. Lapavitsas, *Social Foundations of Markets, Money and Credit*, cit., cap. 4.

el capítulo 4, y basta solo con manifestar aquí que el crédito del banco central representa una mezcla peculiar de crédito público y privado, siendo la forma más social de crédito disponible en las economías capitalistas. El banco central surge como el banco de los bancos de forma espontánea y necesaria: es el banco dominante del mercado monetario en el cual los otros bancos del mercado monetario mantienen sus reservas de liquidez[54]. Los bancos centrales ofrecen servicio a los agentes de la acumulación al minimizar las reservas de liquidez mantenidas en el conjunto del sistema financiero, pero también al permitir que los bancos administren la liquidez de forma más flexible y eficiente.

El crédito del banco central está dirigido principalmente a los bancos del mercado monetario; es una variante del crédito bancario utilizado por los especialistas líderes en la comercialización del capital prestable. En consecuencia, es necesario que el banco central examine continuamente todo el terreno de la acumulación y de este modo participe en la necesaria recopilación de información y monitorización de los prestatarios. El crédito del banco central es, en este mismo sentido, el crédito de mayor grado en la economía capitalista. Por esta razón, los pasivos del banco central tienden a ser dinero usado en grandes transacciones financieras incluso antes de convertirse en una forma fundamental de dinero crediticio.

El papel preeminente y ampliamente social del crédito del banco central en una economía capitalista se ve fortalecido por otros dos factores. En primer lugar, el banco central se convierte en el banco del Estado y, en segundo lugar, pasa a ser el titular de las reservas nacionales de dinero mundial. Ambas funciones han demostrado ser de una importancia determinante a lo largo del siglo XX y han proporcionado la base para la intervención del Estado en las finanzas. La financiarización descansa en la estrecha conexión entre el banco central y el Estado. La dependencia del Estado respecto del banco central deriva, primero, de los títulos públicos que tiene como apoyo a sus pasivos; segundo, de la declaración oficial del Estado sobre los pasivos del banco central como moneda de curso legal; y tercero, de la garantía estatal implícita de la solvencia de los bancos centrales. En el capitalismo financiarizado, el crédito del banco central es, en efecto, una variante del crédito público, mientras que los pasivos del banco central adquieren aspectos de la moneda fiduciaria.

---

[54] Véase C. Lapavitsas, «The Political Economy of Central Banks: Agents of Stability or Source of Instability?», *International Papers in Political Economy,* núm. 4:3, 1997, pp. 1-52; y C. Lapavitsas, *Social Foundations of Markets, Money and Credit*, cit., cap. 4.

Los mercados de capital, los bancos de inversión y el diseño del sistema financiero

Además del sistema crediticio, el sistema financiero también contiene el mercado de capital (o mercado de valores). Los aspectos relevantes del mercado de capital se discuten con más detalle en el capítulo 6; basta decir aquí que el término se refiere efectivamente a los distintos mercados de valores en los que se comercia con el capital prestable (y con los demás capitales ociosos de toda la sociedad) como acciones y como deuda. Las acciones presentan problemas teóricos complejos a causa de su forma de capital por acciones, y la consiguiente separación de la propiedad y el control que caracteriza al capitalismo maduro. La deuda comerciada en los mercados de capital se representa, por otro lado, principalmente en bonos a largo plazo, e instrumentos parecidos, que permiten a los prestamistas y a los prestatarios evitar el crédito de los bancos. En consecuencia, la existencia de mercados de capital aumenta las emisiones mixtas de deuda y acciones para financiar las operaciones capitalistas, un problema que caracteriza las sociedades por acciones modernas.

Los mercados de capital se analizan a menudo como proveedores de «financiación directa» de las empresas, en contraste con la «financiación indirecta» que obtienen de los bancos[55]. Esta es una distinción importante, como se argumenta a continuación y en el capítulo 6, pero su relevancia no debe exagerarse. Uno de los argumentos es que los mercados de capital también generan mayor intermediación financiera. De este modo, los bancos de inversión participan en una forma de banca que está esencialmente relacionada con los mercados de capital, tanto por sus actividades fundamentales como por las ganancias obtenidas. Además, el capitalismo maduro se caracteriza por el ascenso de los «inversores institucionales» —fondos de pensiones y fondos de inversión, entre otros—, que habitualmente negocian con los bancos de inversión. Los mercados de capital no son necesaria, ni principalmente, lugares donde los propietarios se encuentran con los usuarios eventuales de los fondos prestables. Tanto los bancos de inversión como los inversores institucionales han sido fundamentales para la financiarización y los aspectos empíricos de su ascenso se analizan en los capítulos 8 y 9. En el resto de este capítulo se consideran algunas observaciones teóricas en relación con estas formas de intermediación financiera en contraposición a los bancos ordinarios (comerciales).

La banca de inversión es fundamental para los mercados de capital, de hecho lo es para distintos mercados en los que se comercia con activos

---

[55] Hay una amplia literatura sobre esta cuestión que incluye a los economistas de la corriente dominante; véase Franklin Allen y Douglas Gale, *Comparing Financial Systems*, Cambridge (MA), MIT Press, 2000; y F. Allen y D. Gale, «Comparative Financial Systems: A Survey», *Working Paper,* núm. 01-15, Center for Financial Institutions, Wharton, 2001.

financieros (títulos), entre otras cosas porque los bancos de inversión son necesarios para crear esos mercados. En el capítulo 1 se mostró brevemente que la banca de inversión es la piedra angular de la gran mayoría de mercados de derivados, en tanto estos les ofrecen servicios de creación de mercados y organizan su infraestructura. Por razones esencialmente similares, los bancos de inversión son cruciales para los mercados de capital y para otros mercados de valores[56]. Lo que es fundamental de los bancos de inversión es la separación entre la propiedad y el control que caracteriza las sociedades por acciones. Los titulares de las acciones (los accionistas) se parecen mucho a los prestamistas de dinero y reciben ganancias como propietarios pasivos de capital. Las acciones y los títulos de deuda son pues similares como instrumentos con los que se comercia en los mercados de capital, a pesar de que existen diferencias inherentes entre los unos y los otros, en tanto las acciones establecen la propiedad absoluta del capital.

La banca de inversión es, en primera instancia, la práctica de administrar la emisión de títulos garantizando su venta a través de los mecanismos propios del banco, es decir, dividiendo la emisión total en lotes vendibles y consiguiendo compradores. El rasgo distintivo de los bancos de inversión es el conocimiento minucioso de las partes implicadas potenciales, un conocimiento basado en la información recopilada y en las relaciones mantenidas con los compradores potenciales. De este modo, los bancos de inversión son los habitantes *par excellence* de los mercados de capitales. La principal función de los bancos de inversión es, sin embargo, mucho más amplia que la mera administración de la emisión inicial de títulos. Así pues, la compra de títulos podría ser considerada como un equivalente de los depósitos de dinero de los bancos, en tanto los compradores de títulos quieren por lo general ser capaces de convertir los nuevos activos adquiridos en dinero. La liquidez es una de las principales preocupaciones de los participantes en los mercados de valores, lo que implica, sobre todo, tener la posibilidad de vender. Los bancos de inversión aportan la liquidez necesaria mediante la «creación de mercados» —están dispuestos a comprar y vender títulos en todo momento a precios que varían constantemente. Los compradores de títulos pueden estar seguros de que, por norma, obtendrán el rendimiento de su capital prestable (o sencillamente de su dinero ocioso) en forma de dinero. Los bancos de inversión fortalecen la similitud esencial entre los titulares de acciones y los prestamistas de dinero, a la vez que reafirman el carácter del titular de la deuda como prestamista.

Una diferencia fundamental entre los bancos de inversión y los bancos ordinarios (o comerciales) es por tanto que los primeros crean liquidez

---

[56] Para un análisis más detallado sobre este tema, véase Duncan Lindo, «Political Economy of Financial Derivatives: The Role and Evolution of Banking», tesis doctoral sin publicar, School of Oriental and African Studies, University of London, 2013.

cuando dictan los términos del comercio de títulos, mientras que los segundos la crean transformando depósitos en activos de más largo plazo. La base de la creación de liquidez es cualitativamente distinta entre los dos, ya que el primero implica el comercio con valores en los mercados abiertos y el segundo implica la emisión de promesas de pago por parte de los bancos. Por esta razón, el comercio continuo es un rasgo necesario de los mercados de valores y los bancos de inversión deben participar continuamente en el comercio de títulos.

Los bancos de inversión crean los mercados de valores mediante la variación constante de los tipos de interés de los títulos comerciados y, por tanto, de sus precios. La diferencia de precios que tienen lugar mientras se compra y se vende es la fuente de ganancias para los emisores, los titulares y los bancos intermediadores. Los elementos fundamentales de la extracción de ganancias a través de estos mecanismos se examinan con detalle en el capítulos 6. Los bancos de inversión son capaces de extraer ganancias esencialmente gracias a los servicios que proveen, especialmente la creación de liquidez pero, también, gracias a la recopilación de información sobre las partes implicadas, la monitorización de compradores potenciales y la gestión técnica de las transacciones. También pueden extraer ganancias mediante el comercio de títulos por cuenta propia, un aspecto de la banca de inversión que ha sido vital para la financiarización.

Los inversores institucionales son, además, un tipo muy distinto de intermediarios en los mercados de valores. Existe una asimetría en el comercio entre los titulares particulares del capital prestable o del dinero ocioso y los bancos de inversión, en tanto creadores de mercados. Los particulares no tienen normalmente las habilidades necesarias para monitorizar y recopilar información sobre las partes implicadas o sobre la economía en general, o ni siquiera para gestionar los tecnicismos de las transacciones. Están en una posición más débil que los bancos y esto puede ser uno de los orígenes de la expropiación financiera, que se discute en el capítulo 6. Esta asimetría se puede superar en parte a través de la acción conjunta de los titulares de capital prestable o de dinero ocioso. Los inversores institucionales son esencialmente agentes de los mercados de valores que permiten a los propietarios del capital, o del dinero para prestar, participar en el mercado en una posición menos asimétrica respecto a los bancos de inversión. Estos son capaces de mantener carteras amplias y diversificadas de títulos, gracias a las cuales pueden ampliar sus préstamos ampliando sus opciones comerciales; además estos bancos emplean especialistas que se ocupan de monitorizar sus contrapartes y los mercados.

Los inversores institucionales son cualitativamente distintos de los bancos en algunos aspectos importantes, a pesar de que ambos recopilan fondos ociosos disponibles para prestar. La diferencia principal es que los

inversores institucionales no anticipan la entrada futura de flujos de capital prestable, o de dinero ocioso, mediante la anticipación de su propio crédito para hacer préstamos; sino que normalmente recogen los fondos ociosos para ponerlos a disposición de los emisores de títulos. Por esto mismo, los pasivos de los inversores institucionales no tienen por qué ser a corto plazo, ni mucho menos deben poder pagarse a la vista; en otras palabras, los pasivos de los inversores institucionales no tienen por qué convertirse en dinero. Además, los activos de los inversores institucionales deben ser comerciables para asegurar la devolución rápida del capital prestable recogido. Esto no se hace con la misma intención que la que mueve a un banco cuando intenta asegurar el reembolso de un préstamo, para lo cual es necesario que este monitorice las operaciones del prestatario. Los inversores institucionales no monitorizan tanto a los emisores de títulos, pero en cambio se encargan de asegurar la comerciabilidad de sus valores.

La última cuestión que cabe señalar en este capítulo es la estrecha relación del mercado de capital con la pirámide del sistema crediticio, a pesar de la distancia que los separa. Concretamente, hay dos tipos de vínculo orgánico entre el sistema crediticio y el mercado de capital. En primer lugar, ambos sacan fondos de un fondo común de dinero ocioso generado a lo largo de la acumulación capitalista y también, y de forma más general, por toda la sociedad. Tangencialmente, el poseedor de dinero ocioso decide entre invertir los fondos en el sistema crediticio o en el mercado de capital. En segundo lugar, los precios del mercado de capital están muy relacionados con los precios del sistema crediticio. El tipo de interés en el mercado monetario actúa como punto de referencia, no solo para los otros tipos de interés en el sistema crediticio, sino también para los rendimientos del mercado de capital. Los precios de los títulos están muy relacionados con el tipo de interés, lo cual tiene implicaciones profundas para las ganancias financieras, como se demuestra en el capítulo 6.

Establecer el equilibrio entre el sistema crediticio y el mercado de capital dentro del sistema financiero es un problema teórico importante que se apoya en la distinción tradicional de los sistemas financieros según se basen en la banca (como el alemán y el japonés) o en el mercado de capital (como el anglosajón). Ha habido mucho debate sobre la relevancia de los dos tipos de sistemas financieros a lo largo del desarrollo capitalista, especialmente para los países de desarrollo tardío[57]. Las presuntas ventajas de un sistema

---

[57] La literatura es, de hecho, muy extensa y en sus inicios encontramos a Alexander Gerschenkron, *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 1962. El argumento histórico ha sido desarrollado más a fondo por Rondo Cameron (ed.), *Banking in the Early Stages of Industrialisation*, Nueva York, Oxford University Press, 1967. Se puede profundizar en la discusión sobre el asunto en Rondo Cameron y V. I. Bovykin (eds), *International Banking*, Nueva York, Oxford University Press, 1991. El trabajo empírico de Colin Mayer, «The Assessment: Financial Systems and Corporate Investment», *Oxford Review*

basado en la banca tienen que ver con el compromiso a largo plazo entre los bancos y las empresas, que presumiblemente tiene como resultado un desempeño de la inversión que fomenta más el crecimiento. Por otro lado, un sistema basado en los mercados se caracteriza por la relación a corto plazo entre los bancos y las empresas. Sin embargo, podría argumentarse que este último proporciona una mejor evaluación del coste del capital y una mayor flexibilidad a la hora de manejar el riesgo. El debate ha sido obviamente relevante para la financiarización, como ya se mencionó en el capítulo 2. En los siguientes capítulos se consideran algunos aspectos en relación con la transformación de las finanzas en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido.

Debe destacarse que el debate sobre el diseño de los sistemas financieros tiene antecedentes que se remontan muy atrás. Se pueden encontrar algunos ejemplos en *An inquiry into the principles of political economy*, de Steuart, donde efectivamente aboga por bancos de crédito a largo plazo financiados mediante la movilización de la propiedad de la tierra. Esto estaba en claro contraste con el enfoque de la banca comercial financiada a través de depósitos y otros fondos a corto plazo que se encuentra en *La riqueza de las naciones* de Adam Smith. En este sentido, dar apoyo a los sistemas basados en la banca ha tenido cierto componente de estatización de la economía, a menudo con un aditivo socialista.

En los escritos de Marx, la forma de sistema crediticio que surge espontáneamente tiene afinidades importantes con las finanzas basadas en el mercado[58]. Es decir, el sistema crediticio comprende los bancos que prestan

---

of Economic Policy, núm. 3:4, 1987, ha sido trascendental para la discusión teórica, así como el de Jenny Corbett y Tim Jenkinson, «How Is Investment Financed? A Study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States», *The Manchester School,* núm. 65, suplemento, 1997. La economía política de las relaciones entre las empresas y la banca en Japón ha sido examinada por Masahiko Aoki y Hugh Patrick (eds.), *The Japanese Main Bank System*, Nueva York, Oxford University Press, 1994; y Ronald Dore, *Stock Market Capitalism*, Oxford, Oxford University Press, 1998. Las relaciones entre las empresas y la banca en Alemania han sido investigadas por John Cable, «Capital Market Information and Industrial Performance», *Economic Journal,* núm. 95:377, 1985; Jeremy Edwards y Sheilagh Ogilvie, «Universal Banks and German Industrialization», *Economic History Review,* núm. 49:3, 1996; Caroline Fohlin, «Relationship Banking, Liquidity, and Investment in the German Industrialization», *The Journal of Finance,* núm. 53:5, 1998; y Julian Franks, Colin Mayer y Hannes Wagner, «The Origins of the German Corporation», Discussion Paper, núm. 65, SFB/TR15, Government and the Efficiency of Economic Systems, 2005. Las organizaciones internacionales a menudo han prestado su apoyo a los sistemas basados en el mercado, y este argumento ha sido usado en favor de las «finanzas modernas»; por ejemplo, Asli Demirgüç-Kunt y Ross Levine, «Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth», *The World Bank Economic Review,* núm. 10:2, 1996; Asli Demirgüç-Kunt y Ross Levine, «Bank Based and Market Based Financial Systems», *World Bank Policy Research Working Paper,* núm. 2143, 1999; Ross Levine y Sara Zervos, «Stock Market Development and Long-Run Growth», *The World Bank Economic Review,* núm. 10:2, 1996; Ross Levine y Sara Zervos, «Stock Markets, Banks, and Economic Development», *American Economic Review,* núm. 88, 1998, pp. 537-588.

[58] C. Lapavitsas, *Social Foundations of Markets, Money and Credit*, cit.

esencialmente a corto plazo mediante la movilización del dinero ocioso. El innovador argumento de Hilferding sobre la transformación del capitalismo debida a la aparición del capital financiero puede entenderse por tanto en términos de un sistema financiero basado en el mercado y dentro de un capitalismo competitivo liberal que de forma espontánea pasa a ser un sistema basado en la banca en el transcurso del capitalismo maduro (y en decadencia). Según Hilferding, los bancos dominan el sistema financiero en el capitalismo maduro, a pesar de que el mercado de capital también crece mediante su apoyo al capital financiero. El futuro del capitalismo según Hilferding está en Alemania, un país de industrialización tardía que se respaldó en sus bancos, y no en Inglaterra, un poder en decadencia en el cual los bancos mantienen cierta distancia con las empresas.

No obstante, no es así como se ha desarrollado el sistema financiero a lo largo del tiempo. La financiarización, en concreto, puede considerarse como el ascenso y la consolidación del modelo financiero anglosajón basado en el mercado, a pesar de que la realidad empírica tiene muchos más matices, tal y como se explica en el capítulo 8. Los complejos resultados empíricos que se obtienen a lo largo de las tres últimas décadas indican que el carácter del sistema financiero no puede ser comprendido totalmente mediante la distinción entre sistemas basados en la banca y basados en el mercado. En la práctica, los sistemas financieros presentan una variación considerable y no pueden dividirse de forma neta en dos categorías. Al final, los sistemas financieros son conjuntos de instituciones y mercados que se especializan en la movilización y la comercialización del capital prestable. Dado que este tiene una forma flexible que depende del desempeño de las instituciones y de la naturaleza de las intervenciones del Estado, el comportamiento general del sistema financiero va también en función del desarrollo histórico y no puede determinarse en abstracto.

VI
EL ENIGMA DE LAS GANANCIAS FINANCIERAS

Las ganancias financieras: formas múltiples apoyadas en relaciones sociales heterogéneas

El crecimiento de las ganancias financieras es un rasgo característico de la financiarización, en el capítulo 8 se mostrará la evidencia empírica. Algunas aproximaciones a la financiarización han interpretado el crecimiento de las ganancias financieras como un indicio de una contracción de la rentabilidad en la esfera de la producción y la consiguiente fuga de capital hacia la esfera de las finanzas. De este modo, Giovanni Arrighi, en *El largo siglo XX*, ha defendido que las expansiones financieras suceden cuando el capital pasa «del comercio y la producción a la especulación financiera y la intermediación» y las ganancias provienen cada vez más de «las transacciones financieras»[1]. Gretta Krippner, siguiendo a Arrighi, ha definido la financiarización como «un patrón de acumulación en el que los beneficios se acumulan principalmente a partir de los canales financieros en vez del comercio y la producción de mercancías»[2].

La idea de definir la financiarización en estos términos es problemática por las razones que se discutieron en el capítulo 2, pero aunque no lo fuera, la ganancia financiera seguiría planteando un gran enigma teórico y conceptual. Robert Pollin identificó la naturaleza del enigma en su debate con Arrighi. Según Pollin, «Arrighi nunca plantea explícitamente la pregunta más básica sobre el circuito M → M', que es ¿de dónde vienen las ganancias si no de la producción y el intercambio de mercancías?»[3].

[1] G. Arrighi, *The Long Twentieth Century*, Londres, Verso, 1994, pp. 221-229 [ed. cast.: *El largo siglo XX,* Madrid, Akal, 2014].
[2] Véase Greta Krippner, «The Financialization of the American Economy», *Socio-Economic Review,* núm. 3, 2005, p. 174. Para leer los argumentos al respecto de la corriente de la *Monthly Review,* véase John Bellamy Foster, «The Financialization of Capitalism», *Monthly Review,* núm. 58:11, 2007; y John Bellamy Foster y Fred Magdoff, *The Great Financial Crisis: Causes and Consequences,* Nueva York, Monthly Review Press, 2009.
[3] R. Pollin, «Contemporary Economic Stagnation in World Historical Perspective», *New Left Review,* núm. 219, 1996, p. 115

El comentario de Pollin plasma en pocas palabras la dificultad teórica que plantea el hipotético crecimiento de las ganancias: ¿cuál es su fuente económica y, por tanto, su trasfondo social?

Pollin esbozó una respuesta a esta pregunta vinculando diferentes formas de ganancia financiera a los flujos de valor. Así pues, la ganancia financiera podría venir, en primer lugar, de una redistribución de suma cero dentro de la clase capitalista; en segundo lugar, de la distribución «desde los trabajadores y las comunidades» en favor de la clase capitalista; y, en tercer lugar, de la plusvalía, cuyo aumento tendría que ser facilitado por los mecanismos financieros. Pollin sugirió que solo la última fuente está relacionada con el análisis de Arrighi. Este último respondió que las tres posibles fuentes de ganancias de Pollin corresponden a diferentes estadios de la expansión financiera, lo que a duras penas responde a la profunda cuestión planteada por Pollin[4].

El crecimiento de las ganancias financieras representa un problema teórico controvertido que está en el núcleo mismo de la financiarización: ¿cuáles son las relaciones sociales y económicas que corresponden a su creación y su acumulación? Se puede llegar a comprender bien esta cuestión si se consideran algunas de las formas de ganancia financiera. Una primera tentativa de descripción sería que los rendimientos monetarios se derivan, primero, del capital dinerario anticipado sobre la base de la deuda y, segundo, del capital dinerario obtenido como acciones en los mercados de capital; en el primer caso nos estaríamos refiriendo al interés y en el segundo a los dividendos. Sin embargo, incluso en esta descripción elemental surgen inmediatamente complejas preguntas conceptuales. ¿Por qué los rendimientos de las acciones comercializables deben considerarse como una forma de ganancia financiera cuando el rendimiento de cualquier otro capital sería considerado como una ganancia a secas? Esta pregunta tiene un equivalente social directo: ¿en qué se diferencian los accionistas de los propietarios, que a su vez son gestores de la empresa capitalista? Si le damos otra vuelta, ¿por qué es legítimo sumar los dividendos y los tipos de interés como formas de ganancia financiera? Esta cuestión tiene también un equivalente social evidente: ¿en qué se diferencian un accionista y el acreedor de una empresa?

Si la descripción de la ganancia financiera va más allá de la simple suma de intereses y dividendos, surgen dificultades conceptuales más severas. Esto es así porque la ganancia financiera también puede tomar forma de ganancias de capital provocadas por los cambios en los precios de los activos financieros que se acumularían en el momento de la venta; además,

[4] G. Arrighi, «Financial Expansions in World Historical Perspective: A Reply to Robert Pollin», *New Left Review,* núm. 24, 2007 [ed. cast.: www.newleftreview.es].

los tenedores de acciones y de títulos de deuda podrían obtener ganancias de capital. ¿Cuál sería entonces la fuente de la acumulación de ganancias derivadas de las transacciones de activos financieros que poco tienen que ver con la producción?

De forma más compleja, una forma de ganancia financiera similar a las ganancias de capital podría derivar de la venta de activos que no fueran inherentemente financieros, sino que simplemente estaban de paso en el sistema financiero. La vivienda sería el más prominente de estos activos, que de hecho ha sido una fuente de ganancias y pérdidas financieras para amplias capas sociales en el capitalismo financiarizado. Las ganancias y las pérdidas derivadas de la venta de viviendas presentan uno de los problemas conceptuales más difíciles relacionados con la ganancia financiera. Dado que tanto los vendedores como los compradores fueron trabajadores asalariados, ¿cuál sería la fuente de ganancia financiera de la compraventa de viviendas?

La última pregunta también se aplica a una gran variedad de transacciones que pueden dar lugar a más formas de ganancia financiera, en la medida en que los trabajadores y los hogares se han visto inmersos sin quererlo en el sistema financiero. De este modo, tanto aquellos que prestan a los trabajadores como aquellos que manejan sus ahorros podrían obtener ganancias financieras; incluso los hogares que comerciaran directamente en los mercados de valores podrían obtener ganancias financieras. ¿Cuál sería entonces el origen de esta ganancia y cuál sería su significado en términos de estratificación social?

No obstante, este no es el final de las dificultades conceptuales que presentan las múltiples formas de ganancia financiera. Además de la ganancia que reciben los propietarios de títulos de deuda, de acciones y de otros activos, las instituciones financieras también reciben ganancias. Se piensa por instinto que las ganancias financieras obtenidas por las empresas financieras, a través de las actividades comerciales, entre otras, son diferentes conceptualmente de aquellas que se derivan de la propiedad o de las transacciones de activos financieros. Por un lado, como se discutió en el capítulo 4, las instituciones financieras generan ganancias con el manejo de las reservas monetarias y de los flujos necesarios para los pagos y las compras en toda la economía. Al proveer funciones esenciales para la circulación de mercancías, se acumulan ganancias derivadas de la intermediación monetaria; de este modo, se derivan del flujo de plusvalía y se acumulan a una tasa igual que la tasa media de ganancia[5].

Las instituciones financieras son, sin embargo, intermediarios que también obtienen rendimientos en forma de diferenciales de interés,

[5] K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, cap. 19.

comisiones y tarifas. Estas ganancias financieras se derivan de la administración de los flujos de capital prestable (y reservas de dinero disponible) de terceros. Además, las instituciones financieras podrían generar ganancias de propiedad al comerciar en los mercados financieros por su propia cuenta: operando como titulares del capital prestable. En relación con esto, tampoco debemos menospreciar los bonos y otras formas de remuneración que reciben los empleados de las instituciones financieras. Habitualmente estos se excluyen de las estadísticas nacionales sobre las ganancias de las instituciones financieras y a menudo aparecen como salarios y demás tipos de renta personal; sin embargo, son en realidad una forma de ganancia financiera con implicaciones significativas para la estructura social del capitalismo financiarizado.

En resumen, la ganancia financiera puede describirse en términos de la función formal del receptor, puede ser ganancia que acumula un prestamista final, un titular de acciones, un comerciante de activos financieros, una institución financiera o un empleado de una institución financiera. La ganancia financiera puede describirse en términos del carácter social del receptor. Podría ser la acumulación de ganancias por parte de un capitalista, de un trabajador, de un hogar perteneciente a la «tercera» clase, de una institución financiera o incluso de un empleado de una institución financiera. La multiplicidad de funciones y tipos sociales de los receptores se corresponde con la variedad de procesos en los que se genera la ganancia financiera. Las ganancias financieras incluyen distintos tipos de rendimientos, entre los que se encuentran generalmente los intereses, los dividendos y las ganancias de capital.

El elemento que proporciona unidad conceptual y práctica a estos rendimientos es el carácter financiero de los procesos en los que se generan. Estos procesos son financieros porque, en primera instancia, están asociados con los flujos de capital dinerario prestable o sencillamente con dinero en circulación. Los agentes relevantes son capitalistas, pero también los propietarios individuales del dinero, incluidos los trabajadores. Más allá de esto, los procesos son financieros porque están asociados al funcionamiento de las instituciones financieras, que sistemáticamente transforman dinero ocioso en capital dinerario prestable.

En este sentido, la forma primaria de la ganancia financiera en términos analíticos es aquella que acrecienta el capital prestable o el dinero ocioso de sus propietarios. A grandes rasgos, los receptores de esta forma de ganancia poseen activos financieros asociados, o bien con los préstamos, o bien con las acciones. La forma primaria de ganancia financiera incluye, de este modo, los rendimientos de otorgar préstamos, de poseer acciones y de comerciar con activos financieros. Sin embargo, la ganancia financiera tiene también una forma secundaria: la ganancia de las instituciones

financieras. Estas funcionan habitualmente como intermediarias de los flujos de capital prestable o de dinero ocioso de terceros y son en consecuencia remuneradas con parte de los rendimientos que emanan de estos flujos. Las ganancias que obtienen las instituciones financieras no presentan problemas conceptuales adicionales en términos de sus fuentes: son fracciones de los flujos de plusvalía, renta personal o del *stock* de capital dinerario (o sencillamente de dinero) que pertenecen a terceros y se acumulan como recompensa por los servicios prestados. La excepción — importante para la financiarización— es la ganancia obtenida por las instituciones financieras a través de la comercialización independiente de activos financieros. No obstante, ni siquiera esta forma de ganancias plantea complejidades adicionales significativas, dado que puede ser tratada del mismo modo que las ganancias financieras acumuladas por los propietarios de capital prestable a través de las transacciones con activos financieros.

Ganancia financiera es, en definitiva, un término amplio que cubre distintas formas de rendimientos financieros que surgen de modos complejos y diversos. En el resto de este capítulo se examina el trasfondo conceptual de la ganancia financiera prestando especial atención a sus formas primarias: la ganancia acumulada por los propietarios de capital prestable (o dinero ocioso) a través de anticipar préstamos, de poseer acciones y de hacer transacciones con activos financieros. Sus formas secundarias —las ganancias acumuladas por las instituciones financieras— se considerarán solo a partir del análisis de las formas primarias. Al examinar las formas primarias, se puede determinar el carácter específico de la ganancia financiera en relación con la ganancia capitalista «normal», lo cual permite sacar conclusiones en relación con la estructura social del capitalismo financiarizado. Un primer paso necesario es, en este sentido, introducir la noción de «ganancia derivada de la alienación o de la expropiación», una parte importante aunque relativamente ignorada de la economía política clásica marxista[6]. A partir de esto, la pregunta que plantea Pollin a Arrighi podrá entonces empezar a obtener respuesta.

La ganancia en la teoría económica de Marx

La principal innovación de Marx en el campo de la economía política fue su análisis de la ganancia capitalista de los capítulos 7-9 del primer volumen de *El capital*, aunque su perspectiva en esta cuestión ha estado siempre lejos de ser aceptada. En pocas palabras, según Marx, la ganancia

[6] Para una discusión más extensa sobre está cuestión véase C. Lapavitsas y Iren Levina, «Financial Profit: Profit from Production and Profit Upon Alienation», *Research on Money and Finance,* Discussion Paper núm. 24, mayo de 2011.

es la forma monetaria de la plusvalía generada en la producción. Los trabajadores asalariados reciben el equivalente del valor de su fuerza de trabajo como salarios nominales, pero normalmente están obligados a trabajar por más tiempo que el equivalente al valor recibido, de modo que se crea un valor adicional o plusvalía. Este proceso es la explotación en la producción y constituye el rasgo definitorio del capitalismo.

Así pues, la ganancia en la economía política marxista se trata fundamentalmente como un flujo de plusvalía —y no de producción neta—, creada por primera vez en la esfera de la producción. La plusvalía adquiere una forma monetaria en la esfera de la circulación a través de la venta del producto acabado, y se acumula como propiedad exclusiva de los capitalistas que poseen el capital anticipado. Los tipos específicos de rendimiento surgen en la división del flujo agregado de plusvalía entre los distintos demandantes, que sucede posteriormente en la esfera de la circulación. La renta de la tierra es la parte que acumulan los dueños por tener terrenos en propiedad; la ganancia industrial y la ganancia mercantil, por otro lado, son las partes que acumulan los capitalistas, tanto por tener capital en propiedad como por su función en la reproducción económica. Tanto la ganancia industrial como la mercantil se subdividen posteriormente en interés y en ganancia de la empresa. El propietario del capital dinerario disponible para prestar acumula intereses, mientras que el capitalista que participa activamente en la producción o el comercio acumula ganancia de empresa.

El análisis de Marx de la ganancia capitalista tiene sus raíces en un estudio extenso de la economía política, resumido en *Teorías sobre laplusvalía*, que es el primer tratado sistemático sobre la historia del pensamiento económico. La teoría de Marx de la ganancia era próxima a David Ricardo, aunque Marx también divergió de forma drástica de Ricardo a este respecto. En *Principios de economía política y tributación*, Ricardo postuló que la ganancia es un nuevo flujo de valor producido (trabajo incorporado) que se acumula por periodos. Así, la ganancia no es una parte autónoma del producto neto que surge debido a procesos característicos de la generación de ganancias. En su lugar, la ganancia es el producto neto residual que los capitalistas acumulan una vez que los trabajadores han obtenido la fracción correspondiente a sus salarios y los terratenientes han hecho lo propio con la fracción correspondiente a la renta de la tierra[7]. Por esta razón, la ganancia tiende a disminuir a medida que la población crece y queda cada vez menos tierra fértil que roturar: el crecimiento de los salarios y la renta disminuye el producto neto residual que acumulan los capitalistas. Marx, al igual que Ricardo, trató la ganancia como una parte del flujo

---

[7] D. Ricardo, *On the Principles of Political Economy and Taxation* en *The Works and Correspondence of David Ricardo*, vol. 1 en P. Sraffa y M. Dobb (eds.), Cambridge, Cambridge University Press, 1951, cap. 6; también pp. 48-51.

del producto neto que acumulan los capitalistas. Sin embargo, rechazó la visión de Ricardo de la ganancia como producto residual y estableció su teoría de la explotación para explicar el surgimiento de la ganancia como resultado de un proceso capitalista característico.

De igual importancia para nuestros objetivos es que la teoría de la ganancia de Marx también tuvo influencias de otras corrientes de la economía política clásica que identificaban formas de ganancia no relacionadas con la nueva creación de flujos de valor. Esta corriente de la teoría de Marx es vital para analizar las ganancias financieras. El principal concepto en este sentido es la «ganancia derivada de la alienación», formulado por primera vez por Sir James Steuart, quien influyó fuertemente en la teoría económica de Marx en general y en su teoría del dinero y las finanzas en particular. En su *Inquiry into the Principles of Political Economy*, Steuart, defendió que el precio de una mercancía contiene «valor real» y «ganancia derivada de la alienación». Lo primero está determinado por tres factores: el trabajo necesario para la producción, los costes de subsistencia de los trabajadores y los costes de los materiales. Lo segundo está determinado por cualquier diferencia del precio que esté por encima del «valor real» y constituye la ganancia del manufacturero[8].

Posteriormente, Steuart esbozó la diferencia entre la «ganancia positiva» y la «ganancia relativa»[9]. La «ganancia positiva» se deriva del «incremento» general del valor y el producto, y mejora el «bien público». La «ganancia relativa» se deriva de una «oscilación de la riqueza entre las partes» —se da en el comercio y no tiene que ver en absoluto con el aumento general de la producción. Esta es una distinción importante, incluso a pesar de que los términos en que Steuart la planteó fueron, como siempre, imprecisos. Por un lado, la ganancia podría surgir de la expansión de la capacidad productiva, podría ser un añadido al producto anterior. Por otro lado, la ganancia podría surgir puramente de un juego comercial de suma cero con relación al producto, podría representar sencillamente la pérdida de otro agente en la esfera de la circulación. Según Steuart, «la ganancia derivada de la alienación» pertenece al último tipo mencionado y constituye «ganancia relativa».

El análisis de Steuart contiene un error manifiesto, como Marx señaló en la primera parte de las *Teorías de la plusvalía*, en tanto identifica la ganancia capitalista en general con la «ganancia derivada de la alienación»[10]. Es decir, Steuart consideró que la ganancia capitalista surgía por lo general de un juego de suma cero durante el intercambio. En cambio, según Marx,

---

[8] James Steuart, *An Inquiry into the Principles of Political Economy,* vol. 1, libro 2, cap. 4, en *Works, Political, Metaphysical, and Chronological, of the Late Sir James Steuart,* Londres, Routledge, 1995.
[9] Ibídem., vol. 1, libro 2, cap. 8.
[10] K. Marx, *Theories of Surplus Value*, part. 1, cit., cap. 1.

la ganancia capitalista está contenida en el «valor real», concretamente como parte del «trabajo normal necesario para la producción». No obstante, Marx quedó impresionado con el argumento de Steuart de que la ganancia en circulación de una de las partes podría suponer la pérdida de la otra. Esto sería un tipo de ganancia que diferiría cualitativamente del flujo de plusvalía creado en la producción a través de la explotación de los trabajadores.

Marx utilizó el concepto de Steuart de «ganancia derivada de la alienación» (o «de la expropiación») en su trabajo, aunque no de forma extensiva y a menudo lo usó para analizar las transacciones financieras en relación con los ingresos personales de los trabajadores[11]. Marx consideró que estas transacciones, en primer lugar, eran explotadoras y, en segundo lugar, no estaban relacionadas con la plusvalía. No se exagera al insistir en que la explotación que ocurre en las transacciones financieras es cualitativamente distinta a la explotación que se da en la producción. Más concretamente, la explotación en las transacciones financieras supone una transferencia directa de valor desde los ingresos de los trabajadores hacia los prestamistas —es decir, representa una nueva división de los flujos de ingresos nominales, que normalmente toman forma de interés. Los factores sociales que explican esta explotación están relacionados con la esfera de la circulación y en concreto reflejan la posición desigual de los trabajadores y los capitalistas en las transacciones financieras, como se expone con más detalle en el resto de este libro. La forma más estándar de explotación en la producción, por otro lado, equivale a la creación de un nuevo flujo de valor a partir del trabajo no remunerado, que se acumula como propiedad exclusiva del capitalista que posee el producto final. Sus bases sociales están en la producción —tanto en la ausencia de derechos de propiedad sobre los medios de producción como en el poder que los capitalistas ejercen en el proceso de producción.

Se puede obtener una mejor comprensión del contenido analítico de la distinción entre los dos tipos de ganancia leyendo algunos pasajes de las *Teorías sobre la plusvalía*. Por ejemplo, el siguiente fragmento de Marx de la tercera parte de este libro, en el que se refiere a la posibilidad de que el interés no esté relacionado con la plusvalía, merece una reflexión más extensa[12]:

---

[11] La importancia de la «ganancia derivada de la alienación» para la economía de Marx ha sido por lo general apreciada por el marxismo anglosajón durante los años de la posguerra, aunque el concepto era conocido ciertamente a través de Roland L. Meek (*Studies in the Labor Theory of Value*, Nueva York, Monthly Review Press, 1975, p. 286). Más recientemente, Anwar Shaikh ha utilizado esta noción de forma implícita al destacar la importancia de las transferencias de valor para determinar la variabilidad de las ganancias agregadas en el contexto del problema de transformación. Véase A. Shaikh, «The Transformation from Marx to Sraffa: Prelude to a Critique of the Neo-Ricardians» en Ernest Mandel (ed.), *Marx, Ricardo, Sraffa*, Londres, Verso, 1984, pp. 52-6. Shaikh ha relacionado explícitamente a Marx con la teoría de las ganancias de Steuart en una trabajo más reciente pero aún sin publicar.

[12] K. Marx, *Theories of Surplus Value*, cit., part. 3, p. 487; énfasis en el original.

> [Aquí ocurre], independientemente de que el interés pueda ser mera transferencia y no necesite expresar una plusvalía real, como si el dinero se prestara a un «dilapidador», es decir, se prestara para el consumo. Pero en este mismo caso puede darse también cuando se presta para *pagar*. En ambos casos se presta como dinero, y no como capital, pero para su poseedor se convierte en *capital* por el mero acto de prestarse. [...] En este caso, el interés es, como la ganancia derivada de la alienación, un hecho independiente en cuanto tal de la producción capitalista —de la producción de plusvalía. Estas dos formas del dinero —en tanto medio de compra de la mercancía a fin de consumirla y en tanto medio de pago de las deudas— consisten en que el interés, exactamente lo mismo que la ganancia derivada de la alienación, es una forma que, aunque se reproduzca en la producción capitalista, no depende de ella y se corresponde con modos de producción anteriores.

De esto se deduce que la ganancia «sobre la expropiación» que surge del crédito a los trabajadores representa una forma de explotación que es independiente a la plusvalía. En el tercer volumen de *El capital*, Marx también argumentó que el crédito a los trabajadores representa una «explotación secundaria» que incluye los procesos explotadores que se dan en la circulación. Concretamente, según Marx[13]:

> Es un hecho evidente que también se estafa a la clase obrera de esta forma y por cierto de una manera que clama al cielo; pero lo mismo hace el tendero que le suministra los medios de subsistencia. Se trata de una explotación secundaria que discurre paralela a la primitiva, la cual se desarrolla directamente en el mismo proceso de producción.

La dimensión histórica de la explotación secundaria también fue establecida por Marx en los *Grundrisse*, y merece la pena citarla con detalle[14]:

> Lo importante es que el interés y el beneficio expresan, ambos, relaciones de capital. Como forma particular, al capital que rinde interés no se le contrapone el trabajo, sino el capital que rinde beneficios. La relación en la cual, por un lado, el trabajador aparece aún como autónomo, o sea no como asalariado, pero por otro lado, sus condiciones objetivas gozan ya de una existencia autónoma al margen del trabajador, constituyen la propiedad de una clase especial de usureros, que se desarrolla necesariamente en todos los modos de producción fundados en mayor o menor medida sobre el intercambio [...]. Donde esta relación se repite dentro de la economía burguesa es en las ramas poco evolucionadas de la industria o en aquellas que aún forcejean por salvarse dentro del moderno modo de producción. En ellas subsiste la

[13] K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, p. 745.
[14] K. Marx, *Grundrisse*, cit., p. 853.

> explotación más odiosa del trabajo [...]. Tiene lugar una explotación por el capital, sin el modo de producción del capital. La tasa del interés es muy alta porque incluye el beneficio y hasta una parte del salario. Esta forma de la usura, en la que el capital no se apodera de la producción —o sea que sólo formalmente es capital—, presupone como dominantes formas de producción preburguesas.

Recapitulando, según Marx, la forma característica de la ganancia capitalista es la de un nuevo flujo de valor generado en la producción a través de la explotación de los trabajadores. Sin embargo, hay también «ganancia derivada de la alienación o de la expropiación», que es el resultado de transacciones de suma cero que se relacionan con el ingreso nominal o con los *stocks* existentes de dinero, y que se acumula a través de las transacciones comerciales o financieras. Las ideas de Marx (o de Steuart) se utilizan a lo largo de este libro para analizar la ganancia financiera, en particular la ganancia que surge al dar crédito a los individuos y la ganancia del comercio con activos financieros. En definitiva, la ganancia financiera puede ser el resultado de subdividir el nuevo flujo producido de plusvalía por periodos, pero también puede surgir de la expropiación del ingreso y de los *stocks* nominales de terceros a través de operaciones del sistema financiero. Además, los dos procesos podrían estar sistemáticamente vinculados, especialmente cuando se trata de la transacción con activos financieros, como se muestra en el resto de este capítulo.

La ganancia financiera es, tanto en su forma primaria como en la secundaria, distinta de la ganancia capitalista «normal» que se deriva de la plusvalía generada en la producción. Esta última es inherente al modo de producción capitalista, y plasma la división de clases fundamental entre capitalistas y trabajadores que penetra en la esfera de la producción. La plusvalía es la forma capitalista específica del «incremento» del valor que, según Steuart, es la base de la «ganancia positiva». La ganancia financiera contiene, en cambio, elementos de plusvalía pero es, por construcción, una categoría más amplia de ganancia que incluye también otras formas de incrementos monetarios. De hecho, la ganancia financiera se parece a la forma primordial de ganancia, al capturar de forma pura la diferencia entre el dinero que se devuelve y el dinero adelantado.

El concepto de «ganancia derivada de la alienación o de la expropiación» es vital para el análisis de la ganancia financiera obtenida del comercio de activos financieros, así como de la obtenida de las ganancias de capital. Es también vital analizar la ganancia financiera obtenida de los créditos hipotecarios y de consumo a los hogares, y la obtenida del manejo de fondos como los de pensiones. Estas formas de ganancia financiera pueden ser acumuladas directamente por los tenedores de activos financieros o por las instituciones

financieras como tarifas, comisiones y ganancias de propiedad. Son estas las que contienen el punto esencial de la noción de «expropiación financiera», otrora propuesta como un aspecto esencial del capitalismo financiarizado[15]. En el fondo, esta es una relación de explotación que representa la apropiación directa del ingreso nominal personal o de capital prestable y del simple dinero que pertenece a terceros. No obstante, es diferente de la explotación de la producción y se basa en un juego de suma cero entre las partes implicadas en las transacciones financieras. Ya en un nivel de complejidad más alto, también podría ser un paso intermedio en la apropiación de una parte del flujo de plusvalía, como se muestra a continuación.

Los fundamentos sociales de la expropiación financiera se encuentran en parte en el carácter no capitalista del ingreso personal. Los trabajadores y otros agentes entran en las transacciones financieras con tal de obtener valores de uso, ya sea inmediatamente en forma de bienes salariales o en el futuro a través de una pensión. En cambio, lo que esperan las instituciones financieras con las transacciones financieras es obtener ganancias. Hay diferencias sistemáticas en la información, en la organización y en el poder social entre las dos partes implicadas, que potencialmente permiten que las instituciones financieras exploten a los tenedores del ingreso personal. Seguramente, es posible que los trabajadores hagan transacciones financieras con tal de obtener ganancias, pero esto no elimina las diferencias sistemáticas entre individuos e instituciones financieras como partes opuestas en las transacciones.

Los fundamentos sociales de la expropiación se encuentran además en el peculiar contenido del acto de comerciar capital prestable en los mercados financieros. Las transacciones de capital prestable, como se explicó en el capítulo 5, implican que se avance valor como contrapartida a futuras obligaciones que continúan comercializándose. La ganancia de las partes implicadas surge en primera instancia como una porción del capital prestable inicialmente comerciado, esto es, se deriva de un juego de suma cero. Sin embargo, si las obligaciones adjuntas fueran validadas por los flujos futuros de valor, el juego de suma cero pasaría a ser un preámbulo de la extracción de ganancias mediante la plusvalía o los ingresos futuros. Si, por otro lado, las obligaciones no fueran validadas, las ganancias del comercio inicial seguirían siendo una porción del capital prestable de un tercero. Las relaciones económicas implícitas en este complejo proceso se analizarán en el resto de este capítulo. Huelga decir aquí que estas son esenciales para todo el comercio financiero.

---

[15] Véase C. Lapavitsas, «Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation», *Historical Materialism,* núm. 17:2, 2009, pp. 114-148. En trabajos anteriores, este concepto fue llamado «explotación directa» para destacar la analogía con la «explotación secundaria». Sin embargo, para evitar debates semánticos con marxistas que no están familiarizados con el concepto de Marx, se sustituyó este término por el de «expropiación financiera».

En términos históricos generales, la expropiación financiera representa una vuelta atrás a formas antiguas de generar ganancias capitalistas de forma independiente a la generación de plusvalía. Algunas de las cuestiones conceptuales implicadas en la generación de ganancias en momentos anteriores al capitalismo se examinan con más detalle en la siguiente sección. En el capitalismo financiarizado, sin embargo, la generación de ganancias no relacionadas con la plusvalía no representa la supervivencia de las relaciones de épocas anteriores al capitalismo. Al contrario, representa la expansión de nuevas relaciones de explotación en la sociedad a medida que los mercados financieros crecen y que los individuos se ven cada vez más implicados en el sistema financiero formal. La extracción actual de ganancias financieras reafirma, en el capitalismo maduro, la disposición relativamente antigua y predatoria de las finanzas hacia la acumulación. En este sentido, la ganancia financiera recuerda a las actividades elementales para generar dinero que se remontan a la antigüedad clásica. Por eso, podemos tener una perspectiva más aguda en relación con la ganancia financiera considerando las ideas de Aristóteles y Demóstenes sobre la generación de ganancias en la Grecia clásica.

Ganancia precapitalista y ganancia financiera

Aristóteles escribió sobre el valor y la actividad económica en *La política*, aunque sólo hizo referencias fugaces a las ganancias (*kerdos*). La distinción fundamental que propuso fue entre *oikonomike* (obtener bienes mediante la administración del hogar, *oikos*) y *chrematistike* (obtener bienes mediante la participación en el intercambio)[16]. Subdividió el *chrematistike* en dos categorías: la que permite la adquisición de bienes necesarios para la autosuficiencia (*autarekeia*) y la que permite hacer dinero mediante la obtención de bienes.

Aristóteles reservó un término especial para el segundo: *kapelike*, una palabra que habitualmente se usaba para describir el comercio y la venta

[16] Aristoteles, *Politics*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 1932, pp. 38-50 [ed. cast.: *Política,* Madrid, Gredos, 2004]. En los enfoques estándar de la historia del pensamiento económico, Aristóteles aparece a menudo como el progenitor de la economía, junto con Xenofon y Platón. Sin embargo, Moses Finley ha argumentado con vehemencia que Aristóteles no tiene «análisis económico» en el sentido contemporáneo, dado que no se ocupó de los previos y basó gran parte de sus argumentos en la *koinonia*, la asociación o hermandad («Aristotle and Economic Analysis», *Past and Present,* núm. 47, mayo de 1970). De hecho, Aristóteles no tenía noción de la producción económica, a pesar de que discutió algunos aspectos de la agricultura y de la cría de animales como mecanismos para obtener bienes (*chremata*). El concepto que generalmente usó en relación con la obtención de bienes fue *ktetike* (adquirir, poseer). De esto salía —en su opinión— la equivalencia genérica entre la agricultura y el robo (*lesteia*) como métodos para obtener bienes sin intercambiar ni comerciar, lo cual impacta a las sensibilidades contemporáneas.

ambulante en los mercados de Atenas. El objetivo (*telos*) del primer tipo de *chrematistike* es obtener bienes para usarlos para lo que fueron diseñados; de este modo, esta forma de *chrematistike* constituye una vía para adquirir «riqueza real» (*alethinos ploutos*). En cambio, el objetivo del *kapelike* es obtener bienes solo como medio para adquirir dinero (*nomisma*). Esta última es una actividad antinatural, dado que el dinero fue originariamente concebido para facilitar la adquisición de bienes y no es un bien en sí mismo; es una actividad sin final aparente, dado que tener más dinero siempre es mejor que tener menos[17].

Según Aristóteles, la ganancia pertenece al *kapelike*. A medida que se desarrolla el *chrematistike*, el dinero surge para facilitar el intercambio de bienes; el surgimiento del dinero a su vez estimula y permite el desarrollo del *kapelike*. La participación en el *kapelike* genera inevitablemente rendimientos monetarios, que son ganancias y de hecho comprenden el objetivo del *kapelike*. Aristóteles fue plenamente consciente de que la ganancia podía generarse por una variedad de actividades comerciales dentro del *kapelike*. Inicialmente, la ganancia podría haber sido simplemente el resultado de la compra y la venta de bienes; sin embargo, a través de la experiencia, la extracción de ganancias habría requerido más habilidades y habría implicado prácticas comerciales más sofisticadas (*technikoteron*)[18]. En todas sus formas, no obstante, la ganancia que surge del *kapelike* no constituye «riqueza real», en tanto es el resultado de comerciar bienes y toma la forma de dinero. Por lo tanto, la ganancia crea un estado de ánimo entre los participantes del *kapelike* que es el engranaje de la expansión de la riqueza sin límite. Esta actitud materialista lleva a ganarse la vida pero no a la buena vida.

El aspecto materialista e incluso predatorio de obtener ganancias es más evidente en el préstamo, una subdivisión del *kapelike* para la cual Aristóteles reservó el término ateniense utilizado para la usura (*obolostatike*). La razón es que el préstamo visualiza un aspecto inherente del *kapelike:* que las ganancias no se derivan de la riqueza adquirida naturalmente (*kata physin*) —algo que de todos modos sólo sucede en *oikonomike*— cuanto de la riqueza extraída a otra gente (*ap' allelon estin*). El interés es el incremento del dinero por sí mismo en vez de a través del intercambio de bienes y es nombrado de forma acertada como «nacimiento» (*tokos*), dado que el dinero genera dinero; esta es la forma más antinatural (*para physin*) de obtener riqueza.

---

[17] Estas distinciones se discuten con perspicacia ejemplar en la obra de Scott Meikle, quien también demuestra la deuda de Marx con Aristóteles en relación tanto con el valor de cambio como con el dinero. Véase Scott Meikle, «Aristotle on Money», *Phronesis,* núm. 39:1, 1994; Scott Meikle, «Aristotle on Business», *The Classical Quarterly*, New Series, núm. 46:1, 1996.

[18] Aristóteles, «Eita di' empeirias ede technikoteron, pothen kai pos metavallomenon pleiston poiesei kerdos», *Politics*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 1932, p. 42

Aristóteles no discutió los distintos métodos de obtener ganancias del *kapelike*, a pesar de que hizo un recuento de todos los demás éxitos individuales en la generación de ganancias. No obstante, no hay duda de su complejidad. Así pues, Aristóteles hizo referencia a Tales de Mileto, quien después de ser ridiculizado por su pobreza como filósofo, trató de probar que los filósofos podían estar al cargo del *chrematistike* si bien preferían no estarlo (*ou tout' esti peri o spoudazousin*). En mitad del invierno, Tales predijo que iba a haber una excepcional cosecha de olivas, reunió dinero y apalabró el funcionamiento de todas las prensas de aceite de Mileto y Quíos. Con el tiempo, hizo enormes ganancias al alquilar las prensas al precio de su elección. Esta forma de monopolización del mercado (*monopolian auto kataskeuazein*) era un principio conocido para obtener ganancias en el tiempo de Aristóteles. La historia no nos explica si otros filósofos griegos venidos a menos utilizaron sus habilidades con semejante éxito, pero en los años de la financiarización muchos economistas siguieron los pasos de Tales de Mileto sin ningún desdén por el sucio negocio de hacer dinero.

El carácter comercial y predatorio de las ganancias, particularmente en su forma financiera, es también evidente en la recopilación de la oratoria de Demóstenes, la fuente literaria más rica sobre el préstamo y sus prácticas asociadas en la antigua Grecia. La mayor parte del material se refiere a los créditos marítimos, «préstamos a la gruesa ventura», que en el mundo de la antigua Grecia tenían la forma habitual del préstamo productivo[19]. Cabe añadir, sin embargo, que *Paragraphe pros pantaineton*, uno de los discursos más complejos de Demóstenes se refiere a los créditos para financiar las minas de plata en Ática[20]. El marco institucional y legal de tal crédito es difícil de confirmar, en particular porque la diferencia entre el prestamista y el propietario no queda nada clara en las transacciones en cuestión.

Parece que el préstamo de dinero otorgaba derechos de propiedad sobre la mina, incluso aunque sólo fuera de manera colateral al préstamo. El prestamista era capaz de transferir la propiedad de la mina a otro prestamista a través de una transacción separada sin necesidad de que cambiase el operador de la mina. El rendimiento monetario para el prestamista era el pago de intereses o la renta que equivalía a los supuestos pagos de intereses. De este modo, al menos por lo que se puede inferir de este texto en concreto, las formas económicas del crédito, de la compra, del alquiler y sus rendimientos asociados estaban inevitablemente atados tanto en la práctica

[19] Como afirma Schaps, sin embargo, hubo otras formas de crédito con el objetivo de hacer dinero en la Atenas clásica. David Schaps, *The Invention of Coinage and the Monetization of Ancient Greece*, Ann Arbor, The University of Michigan Press, 2004, apéndice 4. Nótese que el crédito para hacer dinero no era la forma dominante de crédito.

[20] Las referencias a Demóstenes son de la edición de Frederick A. Palley y John E. Sandys, *Select Private Orations of Demosthenes*, Cambridge, Cambridge University Press, 1874. Para este discurso, véase ibídem, pp. 84-129.

como en la ley. El crédito y el afán de lucro eran importantes en la antigua Grecia, pero las categorías económicas características no surgieron con la misma claridad que en la sociedad capitalista.

La superposición de categorías es un tema de especial importancia en el análisis de los préstamos a la gruesa. Cabe remarcar, en primer lugar, que los préstamos a la gruesa alcanzaron una gran complejidad en el mundo de la antigua Grecia. Así, Demóstenes en *Pros tin lakritou paragraphen* no deja lugar a dudas sobre la destacada sofisticación de las partes implicadas en relación a la prima de riesgo[21]. El contrato (*syggrafe*) declaraba que el prestatario debía pagar el 22,5 % de interés por la navegación con fines comerciales entre la costa oeste del Mar Negro (*ep' aristera*) y Atenas, pero debía pagar un 30 % si el viaje de vuelta empezaba «después de la salida de Arcturus» (*met' Arktouron*) lo cual significaba que el viaje se haría probablemente con tiempo tormentoso[22]. Además, el contrato especificaba las etapas del viaje, las cargas que había que transportar en cada etapa, el comandante del barco y las obligaciones de la tripulación y el prestatario hasta su vuelta a Atenas. Las transacciones discutidas en *Pros formiona peri daneiou* son igual de complejas y también dejan claro que los mercaderes debían liquidar deudas a lo largo del viaje pagando con el dinero de otras ciudades, cuya tasa de cambio variaba según el lugar[23]. Sobre todo, se declaraba que el prestatario no podía usar bienes comprados con crédito como aval/garantía para otros créditos. A juzgar por los casos que acabaron en los tribunales, esta práctica debía ser habitual en Atenas.

El fraude era un rasgo distintivo de los préstamos a la gruesa, tal y como se refleja en los discursos de Demóstenes en tanto se refieren a casos judiciales. El aspecto predatorio y fraudulento de este tipo de crédito —y de los rendimientos que generaban— es más evidente en las cláusulas de los contratos referentes a la liquidación de la deuda. Las prácticas de la antigua Grecia en este sentido resultan un poco inusuales para los estándares capitalistas contemporáneos. Así, la ley especificaba que en caso de pérdida de un barco o de verse obligado a deshacerse de las mercancías tirándolas por la borda durante una tormenta, el prestatario no estaba en deuda con el prestamista. Geoffrey de Ste. Croix interpretó esto como un tipo de seguro. Sin embargo, desde el momento en que nadie era indemnizado a causa de la pérdida del barco o de las mercancías y esto era asumido en su totalidad por las partes implicadas, no podía tratarse de un seguro[24].

---

[21] Ibídem, pp. 49-83.
[22] Ibídem, pp. 55-56.
[23] Ibídem, pp. 1-48.
[24] Véase Geoffrey de Ste. Croix, «Ancient Greek and Roman Maritime Loans», en *Debits, Credits,* Harold Edey y Basil Yamey (eds.), *Finance and Profits*, Londres, Sweet and Maxwell, 1974, pp. 41-43. De Ste. Croix quedó exageradamente impresionado por la diversificación de riesgos que suponía para el propietario del barco los contratos de préstamos a la gruesa. No obstante, esto

La cancelación de la deuda del prestatario en caso de desastre significaba que los préstamos a la gruesa en la antigua Grecia tenían un aspecto inherente de inversión conjunta —el prestamista efectivamente pasaba a ser un accionista y asumía las pérdidas. El anticipo de un préstamo a la gruesa no tenía por qué ser necesariamente devuelto, pero el prestamista ganaba un tipo de interés determinado en vez de una proporción variable de las ganancias de empresa. Además, el anticipo no se hacía por un plazo de tiempo concreto en el que se ganaba el interés proporcional, sino que se hacía para todo el viaje sin importar cuánto durara[25]. De este modo, el anticipo se asemejaba a una inversión, a pesar de que, de nuevo, la remuneración del propietario fuera un porcentaje predeterminado del dinero avanzado (*tokos*) en vez de un porción de toda la ganancia generada. Por consiguiente, surge la posibilidad de la acción predatoria y fraudulenta del prestatario que, sin embargo, sería el responsable único de la pérdida de la propiedad si se demostrara fraude. *Chrematistike* podría ser una opción peligrosa si la urgencia por obtener ganancias les quitara el buen juicio a las partes implicadas[26].

En resumen, había distintos modos de obtener ganancias en la Grecia clásica, algunos asociados con el crédito simple, otros con transacciones estrictamente comerciales o con el arbitraje entre tipos de cambio, y otros asociados con los ingresos de las rentas de las minas de esclavos. Las similitudes de forma con la ganancia financiera contemporánea son evidentes, a pesar de haber transcurrido más de dos milenios; la ganancia financiera también tiene un aspecto predatorio mezclado con el fraude y el engaño. No obstante, hay también diferencias claras con la ganancia financiera contemporánea. Por ejemplo, los rendimientos de las transacciones financieras estaban ligados a los del comercio y la producción. Los derechos de propiedad y los derechos de recompensa por el valor anticipado no estaban tan claramente delimitados como lo están en las sociedades capitalistas maduras.

---

no era más que una inversión conjunta que inevitablemente implicaba la diversificación de los riesgos; no había seguro, como se hace evidente por el daño de todos los implicados en caso de pérdida del barco o de tirar por la borda la carga.

[25] Un argumento de Ste. Croix en su innovador ensayo (ibídem, pp. 55-6).

[26] Nótese que los banqueros, para nada escasos en la Atenas clásica, no eran los prestamistas dominantes en los préstamos a la gruesa ventura. Esta cuestión ha sido parte del debate entre sustantivistas y formalistas sobre la historia clásica. Paul Millett, argumentando en favor de los primeros, sostuvo que los banqueros tenían un papel marginal; mientras que Edward Cohen, argumentado en favor de los segundos, sostuvo que tenían un papel significativo. Véase Paul Millett, *Lending and Borrowing in Ancient Athens*, Cambridge, Cambridge University Press, 1991 y Edward E. Cohen, *Athenian Economy and Society*, Princeton, Princeton University Press, 1992, cap. 5. Sin embargo, tal y como demuestra C. M. Reed, la evidencia indica que los banqueros podrían haber jugado, como mucho, un papel menor en los préstamos a la gruesa. Los principales prestamistas no eran banqueros. Véase C. M. Reed, *Maritime Traders in the Ancient Greek World*, Cambridge, Cambridge University Press, 2003, pp. 39-40.

Finalmente, la ganancia financiera era antinatural y no contribuía en nada a la riqueza genuina, porque se derivaba totalmente de la riqueza de otros, al menos según Aristóteles. En la economía capitalista, sin embargo, existe una base racional para la acumulación de la ganancia financiera, incluso si esta sólo consiste en proveer servicios estimulando así al alza la rentabilidad en la economía. Esto no niega que, como señaló Aristóteles, la ganancia financiera sea una proporción de la riqueza que pertenece a otros. En el resto de este capítulo se estudia con mayor profundidad la ganancia financiera para establecer las fuentes de las formas de ganancia características de la financiarización.

La ganancia financiera al adelantar un préstamo: la importancia del apalancamiento (endeudamiento)

La forma primaria más simple de ganancia financiera es la que se obtiene al hacer préstamos: el interés, un proceso que ha sido discutido extensamente en este capítulo y en los anteriores. Estrictamente en términos de su contenido analítico, esta ganancia puede dividirse entre, primero, el interés obtenido de los préstamos hechos entre los capitalistas y, segundo, el interés obtenido entre los préstamos de los capitalistas a los trabajadores (o incluso a una «tercera» clase). El primero representa habitualmente una proporción de la plusvalía, aunque podría contener también aspectos de expropiación financiera, como más adelante se demuestra para el caso del comercio de los activos financieros. El segundo incluye una proporción de la renta personal y es un resultado característico de la expropiación financiera.

Se puede alcanzar una mayor comprensión de la ganancia financiera si uno se centra en el interés como proporción de la plusvalía pagada por los créditos entre capitalistas. La complejidad de la relación entre los capitalistas prestamistas y los prestatarios surge entonces de forma más completa y permite esclarecer algunos aspectos de la naturaleza de la ganancia financiera. Como se discute en el capítulo 5, hay dos versiones en el trabajo de Marx que tratan este asunto: la primera asume que el prestamista es un capitalista «dinerario» que posee el capital para prestar; la segunda, que el capital dinerario prestable se crea a partir de dinero ocioso generado en la circulación del capital. Ambos enfoques asumen que el prestatario es un capitalista activo (habitualmente un empresario industrial) que obtiene el capital necesario para el proyecto y lo ejecuta para generar plusvalía. El flujo de plusvalía es, en consecuencia, dividido entre el interés que acumula el prestamista y la ganancia de empresa que acumula el prestatario. De este modo, el interés corresponde a la división cuantitativa de la ganancia total, que posteriormente se convierte en una distinción cualitativa

entre la ganancia acumulada debido a la posesión de capital prestable y la ganancia acumulada como resultado de la actividad del capitalista en el proceso de producción.

Marx relacionó esta distinción cualitativa con la presunta división de la clase capitalista entre capitalistas «en dinero» y capitalistas «activos», que presumiblemente toman posiciones contrarias sobre la división de la ganancia total. Como se discutió en el capítulo 5, este argumento no es convincente, especialmente bajo las condiciones del capitalismo financiarizado. Sin embargo, que Marx se centrara en la oposición inherente entre el interés y la ganancia de empresa podría llevar a conclusiones fructíferas al analizar la economía capitalista, aunque solo si se desarrollara más extensamente. Más concretamente, la relación entre el prestamista y el prestatario no es un simple juego de suma cero que se corresponde a ver quién tira más de la cuerda, si la fracción «en dinero» o la fracción «activa» de la clase capitalista. El endeudamiento tiene un efecto complejo en la rentabilidad del capitalista activo e implica más que una oposición directa entre el prestamista y el prestatario.

Un factor crucial en este sentido es que el capitalista prestatario podría también poseer parte del capital invertido en el proyecto, una posibilidad que está totalmente ausente en el análisis de Marx. Si se diera cabida a esta posibilidad, la oposición entre la ganancia de empresa y los intereses surgiría de un modo distinto y nos aportaría más información. De este modo, la ganancia de empresa y el interés se relacionarían entre sí a través del apalancamiento o el endeudamiento, un concepto que es de importancia trascendental en el capitalismo maduro. La naturaleza de la ganancia financiera en el capitalismo contemporáneo adquiriría así una complexión diferente. Considérese la siguiente representación simple de la cuestión.

Según el capítulo veintiuno del tercer volumen de *El capital*, tómese un capitalista industrial con un proyecto que requiere capital, K, para generar la tasa media de ganancia, r, y de este modo, generar una ganancia total, $\prod$:

$$\text{(i)}\ \prod = rK$$

Marx en gran parte asumió que el industrial toma prestado todo el capital invertido. En consecuencia, la ganancia total, $\prod$, es dividida entre el prestatario, que conserva la ganancia de empresa, E, y el prestamista, que recibe los intereses, I. De este modo:

$$\text{(ii)}\ \prod = E + I$$

El interés y la ganancia de empresa están inversamente relacionados y esta es la forma más simple de capturar la oposición entre el prestatario y el prestamista. Marx postuló además que la tasa de interés, i, tiende a ser inferior que la tasa de ganancia, r, como se discutió en el capítulo 5. Asumiendo que todo el capital ha sido prestado, el postulado es trivialmente veraz, dado que, por construcción, $i = I/K < r = \prod/K$. El verdadero significado del postulado queda claro solo cuando se asume que el capital del proyecto en parte se presta y en parte lo tiene en propiedad el capitalista activo. Marx era consciente de esta posibilidad pero no la argumentó por completo. Si el prestatario poseyera parte del capital, la oposición entre el interés y la ganancia de empresa tomaría un aspecto distinto al del juego de suma cero implícito en $\prod = E + I$.

Supóngase que el capital del proyecto se divide entre una parte prestada, B, y una parte que es propiedad del capitalista activo, S:

$$\text{(iii)}\ K = B + S$$

El proyecto se ejecuta, de este modo, con apalancamiento. El punto clave en este sentido es que el nivel de apalancamiento no viene dado desde afuera (ya sea por la tecnología o por cualquier otra cosa), sino que constituye una variable de decisión del capitalista activo. Por supuesto hay una diferencia cualitativa entre decidir el nivel de apalancamiento y decidir el total concreto de recursos reales que la empresa debe movilizar. Lo segundo es una magnitud material —trabajadores, materias primas, maquinaria, plantas, equipo—, que corresponde a los niveles de vida, la tecnología y la velocidad de la rotación de capital. Se refiere a valores de uso que deben utilizarse de un modo específico para generar la plusvalía que el proyecto es capaz de generar. En cambio, lo primero es una magnitud financiera, que hace referencia al balance de la empresa. Y así, tal y como se demuestra más adelante, el apalancamiento es importante para la rentabilidad de quien sustenta el proyecto —las finanzas afectan a las operaciones de los capitalistas productivos.

Considérese ahora la forma que toma el rendimiento del proyecto una vez se introduce el apalancamiento. Como antes, $\prod = rK$, dado que nada debería haber cambiado en las operaciones de la empresa más allá de su financiación[27]. También, $\prod = E + I$. La ganancia total se dividiría de forma similar entre la ganancia de empresa y el interés. De nuevo, la división

---

[27] Huelga decir que el apalancamiento expande el capital invertido y, por tanto, hace posible ejecutar proyectos que en otro caso estarían fuera de alcance. En sí mismo, sin embargo, esto no dice nada sobre la rentabilidad ni sobre la relación entre la ganancia financiera y la no financiera. De hecho, esto bloquea la cuestión, al cambiar las variables reales y financieras de forma simultánea. La forma adecuada de proseguir con el análisis es asumir que el proyecto sigue siendo el mismo pero que su financiación ha cambiado.

cuantitativa de la ganancia total resultaría en una tasa de interés, esto es, $i = I$ o $I = iB$. Sin embargo, dado que una parte del capital pertenecería ahora al capitalista activo, la ganancia de empresa vendría dada de forma explícita por $e = E/S = (\prod - I)$. Dado que $\prod = rK$ y $I = iB$, así se deduce inmediatamente que:

$$\text{(iv) } e = (r - 1)B/S + r$$

Este resultado sostiene que la tasa de ganancia de empresa aumenta con el apalancamiento siempre y cuando la tasa de ganancia exceda la tasa de interés, $i < r$. También sostiene que el apalancamiento hace que la tasa de ganancia de empresa sea mayor que la tasa media de ganancia. Algebraicamente esto es trivialmente veraz, dado que el capitalista activo añadiría más plusvalía (igual a $r - i$ por cada unidad de S) a la ya generada por S.

Las implicaciones de la relación general entre el interés y la ganancia de empresa son de gran alcance. A primera vista, la oposición entre los dos sigue estando presente: en cada nivel de $\prod$, cuanto mayor es I, menos es E, y por tanto menor es la tasa de ganancia de empresa. Más allá de esto, sin embargo, la oposición se relajaría porque el apalancamiento da un estímulo general al alza a la tasa de ganancia de empresa. En resumen, el prestatario se contrapone al prestamista porque el interés disminuye la ganancia de empresa, pero el prestatario también depende del prestamista dado que el crédito estimula al alza la ganancia de empresa.

Sobre esta base, tratar a los prestatarios y a los prestamistas como si pertenecieran a dos fracciones opuestas de la clase capitalista es una representación muy parcial de la relación fundamental del crédito que crea confusión. En su lugar, los prestatarios y los prestamistas deben ser tratados como agentes económicos que desarrollan relaciones contradictorias que se extienden a lo largo de la clase capitalista. En el mismo sentido, la distinción entre la ganancia financiera y la no financiera no es una oposición simple y ciertamente tampoco una presunta división entre los capitalistas activos (funcionales, prestatarios) y los pasivos (parasitarios, prestamistas). Una vez que se tiene en cuenta el apalancamiento, parece claro que el acceso al capital dinerario prestable podría afectar directamente a la rentabilidad del capitalista activo. La ganancia financiera está relacionada compleja y contradictoriamente con la ganancia derivada de los capitalistas activos.

En este punto surgen inmediatamente dos preguntas. La primera, ¿implica esto que todos los capitalistas activos deberían pedir prestado una parte de su capital? La segunda, ¿implica esto que los capitalistas activos deberían aumentar continuamente su apalancamiento para elevar la tasa

de ganancia de empresa? Ambas preguntas están directamente relacionadas con el teorema Modigliani-Miller, la pieza angular de la teoría financiera de la corriente dominante[28]. El teorema explica que, si los mercados de capital son perfectos y no hay costes de transacciones ni impuestos, el nivel de apalancamiento de una empresa es irrelevante para su valoración en el mercado bursátil y para el coste de financiación de sus pasivos. Por contra, lo que importa es la combinación de recursos reales movilizados por la empresa —fuerza de trabajo, materias primas, tecnología y demás. En el mismo sentido, las decisiones financieras son irrelevantes para la rentabilidad y la teoría económica puede ignorarlas.

El teorema Modigliani-Miller refleja cómo la economía dominante se centra en la sustancia de los procesos económicos a expensas de la forma. En términos de sustancia, el teorema es válido y se refleja en el simple supuesto que subyace al análisis anterior. Concretamente, la ganancia total generada por la empresa seguiría siendo $\prod = rK$ independientemente de la combinación financiera que adopte el capitalista activo. La ganancia total es dictada por los salarios reales, la tecnología (la composición orgánica del capital) y la rotación del capital; la combinación de capital prestado y capital propio es irrelevante para el flujo de la plusvalía. Sin embargo, la forma es de suma importancia para los procesos económicos capitalistas, como saben bien los capitalistas. Se puede intuir que las empresas no permanecerían indiferentes ante el aumento del apalancamiento, incluso a pesar de que las actividades de fondo (y por tanto, la capacidad de generar ganancias) no cambiaran. Se comprende mejor esta cuestión con la breve discusión sobre la diferencia entre la deuda y el capital propio que se lleva a cabo en el resto de esta sección y en secciones venideras.

Dicho rápidamente, la deuda impone una obligación fija y externa al prestatario: el interés y el principal deben ser repagados en cantidades predeterminadas en momentos fijos para evitar la quiebra del prestatario. De hecho, las crisis capitalistas se caracterizan por la incapacidad de los prestatarios de liquidar las obligaciones de deuda existentes, lo cual a menudo acaba en la quiebra. El apalancamiento aumenta, de este modo, el riesgo para los capitalistas activos en tanto, en primer lugar, hace que la tasa de ganancia sea más variable y, en segundo lugar, porque aumenta el riesgo de quiebra. Desde la perspectiva de los capitalistas activos, cuanto mayor

[28] Franco Modigliani y M. H. Miller, «The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review,* núm. 48, 1958. El teorema asume que con el capital que es propiedad del capitalista activo debería poderse comerciar gratuitamente, es decir, debería ser capital comerciable. Esto difícilmente se aplica a todas las empresas capitalistas explotadas por propietarios y que también piden prestado. Sin embargo, el punto esencial del argumento de Modigliani-Miller es relevante para las cuestiones planteadas en esta sección, sin importar las cuestiones concretas de la demostración. Para una revisión útil de la importancia del teorema para la teoría de las finanzas, véase Milton Harris y Artur Raviv, «The Theory of Optimal Capital Structure», *Journal of Finance,* núm. 48, 1991.

sea el nivel de apalancamiento por un tamaño dado de capital, mayor será el riesgo de fluctuaciones impredecibles del producto y la rentabilidad. El efecto beneficiosos del aumento del apalancamiento en la ganancia de empresa se compensa con el aumento del riesgo[29].

Sin embargo, no hay un nivel de apalancamiento óptimo que pueda ser a priori determinado mediante el análisis de las condiciones materiales de producción —salarios, tecnología y rotación del capital. Los capitalistas en funciones / activos deben basar su apalancamiento en los niveles que habitualmente prevalecen en los distintos sectores y posteriormente decidir lo que es mejor para sus empresas. Las regularidades empíricas del apalancamiento caracterizan a cada sector: la preponderancia del capital fijo sobre el circulante, la rapidez de la rotación del capital, las prácticas institucionales de compraventa, el acceso a las telecomunicaciones, y también las costumbres y las tradiciones. Sobra decir que el apalancamiento también varía en función de la fase del ciclo económico.

Así pues, el nivel de apalancamiento es una decisión financiera que afecta directamente a la rentabilidad pero también a la supervivencia de los capitalistas activos. Es una decisión relacionada con el balance y no con la realidad material de la producción y la circulación, pero aun así afecta a la rentabilidad y al desarrollo de una empresa. En este sentido, el apalancamiento es un caso de forma de organización capitalista que incide de forma directa sobre el desempeño de la producción y la circulación. La ganancia financiera derivada del flujo de plusvalía que el prestatario paga al prestamista tiene una relación compleja y contradictoria con la ganancia no financiera, que acaba perteneciendo al capitalista activo. Sin embargo, en el capitalismo avanzado, incluso la ganancia que queda después de pagar a los prestamistas podría también adquirir un carácter financiero. De este modo, para explorar más allá el contenido social de la ganancia financiera, la siguiente sección aborda la tenencia de las acciones.

La ganancia financiera derivada de las acciones: comparación entre los accionistas y los prestamistas

Las acciones y sus ganancias están limitadas inevitablemente por las operaciones del mercado de capitales. Este cubre un rango de mercados financieros abiertos que intermedian el capital dinerario prestable, pero también las sumas de dinero ocioso movilizadas sobre la base de acciones y deuda,

---

[29] Esto lo entiende bien la economía dominante; véase, por ejemplo, Joseph Stiglitz, «More Instruments and Broader Goals: Moving Toward the Post Washington Consensus», WIDER Annual Lecture, Helsinki, 7 de enero de 1998.

como se discutió en el capítulo 5. Los rendimientos de las participaciones comerciadas (acciones) tienen una forma distinta a los rendimientos de la deuda comerciada (bonos, habitualmente a largo plazo). Estrictamente hablando, el rendimiento de la deuda es un interés cuyo contenido conceptual ya ha sido analizado. En cambio, el rendimiento de las acciones son dividendos, que corresponden a unas relaciones subyacentes distintas y establecen nuevos problemas conceptuales. Además, los tenedores de bonos y acciones pueden obtener mayores rendimientos simplemente mediante la comercialización de bonos y acciones en el mercado de capital. Esta forma de ganancia financiera y la similitud subyacente entre las acciones y los bonos se considera en el siguiente apartado.

El mercado de valores corresponde al capital accionarial, la primera forma de organización del capital (productivo, mercantil y bancario) en el capitalismo maduro. La sociedad por acciones es una forma de empresa capitalista de largo recorrido histórico, pero solo ha pasado a ser dominante a partir del surgimiento del capitalismo monopolista a finales del siglo XIX. El periodo de la financiarización ha estado marcado por la supremacía de la sociedad por acciones y la economía global ha estado dominada por grandes empresas multinacionales.

La organización por acciones de la empresa capitalista tiene dos orígenes, y ambos tienen un largo linaje histórico[30]. La primera es la formalización legal e institucional del principio de sociedad en la provisión de capital. Este principio caracterizó las «compañías» de capital mercantil en los albores del capitalismo comercial. En el capitalismo avanzado este ha pasado a estar asociado con el principio legal de responsabilidad limitada, que limita la exposición de las propiedades del capitalista para un proyecto concreto. Así pues, las sociedades por acciones funcionan basándose en la propiedad por acciones de la empresa y de sus ganancias, respaldada por la responsabilidad limitada. Las acciones son títulos de propiedad que confieren derechos a una parte de las ganancias y que pueden ser comerciadas en los mercados bursátiles. La propiedad del capital pasa a ser impersonal, separada de otros tipos de propiedades y fácilmente transferible.

---

[30] El breve análisis de la sociedad por acciones de esta sección se deriva de la espectacular exposición de Uno, que a su vez se basaba en Hilferding (K. Uno, *Keizai Seisakuro*n, Tokio, Kobundo Shobo, 1936, parte 3, sección 2). El mercado de capital, según Uno, es donde se produce la negociación del «capital como valor», es decir, del capital como una entidad que produce ganancias en contraste con el capital como un conjunto de mercancías que contienen valor. De este modo, los precios del mercado de capital son el resultado de la capitalización, esto es, son parcialmente ficticios. Estas son ciertamente las bases adecuadas con las que evaluar las teorías contemporáneas de las finanzas, incluso el teorema Modigliani-Miller. Sin embargo, la otra distinción que señala Uno —que el comercio en el mercado monetario implica sumas de dinero en vez de capital— es problemática, tal y como se argumentó en el capítulo 5. Un análisis más profundo del capital accionarial puede encontrarse también en M. Itoh y C. Lapavitsas, *Political Economy of Money and Finance*, Londres, Macmillan, 1999, cap. 5.

La segunda fuente originaria es la adopción, por parte de las empresas capitalistas, de elementos de la organización corporativa del trabajo. La organización corporativa ha tenido también un largo recorrido histórico y puede encontrarse en las economías anteriores al capitalismo, por ejemplo, entre los gremios de artesanos de las ciudades medievales. Las sociedades por acciones tienen organizaciones jerárquicas y burocráticas que con frecuencia fijan los patrones de las carreras profesionales de los empleados. En este sentido, tienen poco en común con la percepción de la empresa capitalista, que todavía populariza la ideología económica, concretamente sobre la entidad flexible dirigida por un propietario innovador y ambicioso. El capital accionarial es por lo general una entidad burocrática con múltiples capas cuyo desempeño depende tanto de la visión estratégica como del funcionamiento eficiente de su estructura interna. Los métodos de la organización interna con sus respectivas normas, burocracia y jerarquía a menudo reflejan el contexto histórico e institucional de los diferentes países. Esta es una de las razones por la que existen diferentes desempeños entre las distintas formas de capitalismo analizadas en el capítulo 2.

Para analizar el contenido conceptual de la ganancia financiera, el rasgo más prominente del capital accionarial es la separación entre la propiedad y el control. Esto es un resultado directo de la organización de la empresa como una propiedad por acciones, comerciable, con responsabilidad limitada, todo ello combinado con una burocracia interna corporativista. La economía marxista se dio cuenta rápidamente de la separación de la propiedad y el control, como se discutió en el capítulo 3 en relación con Hilferding, cuyas ideas se siguen discutiendo más adelante. Nótese que, según Marx, la separación entre la propiedad y el control permite que el capital surja como una entidad social en sí misma, sin las complicaciones irrelevantes que conllevan las preferencias y las iniciativas de los propietarios individuales[31]. De este modo, la naturaleza impersonal y auto-dirigida de la acumulación capitalista pasa a un primer plano.

La economía dominante tardó más tiempo en apreciar la importancia de la separación de la propiedad y el control, aunque en los últimos años esta separación haya pasado a ser un rasgo estándar del análisis microeconómico bajo la apariencia de la oposición entre el principal (propietario) y el agente (gerente)[32]. La noción esencial en esta literatura es simple: el agente

[31] K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, cap. 27. Marx fue demasiado lejos cuando sostuvo que el capital accionarial representa «la abolición del capital como propiedad privada dentro de los propios confines del modo capitalista de producción» (p. 567).

[32] La literatura de la corriente dominante sobre la propiedad y el control y sus implicaciones para la organización de las empresas capitalistas se remonta al menos hasta los años de entreguerras con Adolph Berle y Gardiner Means (*The Modern Corporation and Private Property*, Nueva York, Macmillan, 1932), quienes generalmente remarcaron en exceso el papel de la ley en la alteración de las relaciones de propiedad y, de este modo, la separación de los propietarios y los gestores. El

tiene una independencia considerable en la toma de decisiones y por tanto puede perseguir intereses distintos a los del principal. La independencia del agente podría resultar aparentemente en un comportamiento inconsistente con la maximización de beneficios y crear así ineficiencia. Esta visión se encuentra en el núcleo de la ideología del «valor accionarial» que ha caracterizado el auge de la financiarización. De forma resumida, la eficiencia económica requiere que el interés de los principales sea primordial a la hora de dirigir las sociedades por acciones, lo que significa que las empresas deben guiar sus actividades con la vista puesta en el valor de las acciones en el mercado bursátil. La amenaza de absorción es un mecanismo disciplinario para los gestores, dado que les fuerza a prestar atención a la tasa de rendimiento del capital invertido. Se trata evidentemente de un velo ideológico apropiado para la financiarización de las empresas no financieras[33].

El marco del principal y el agente supone una forma reducida de enfocar la organización interna del capital accionarial y el contenido social de las relaciones implicadas. Merece la pena subrayar dos elementos para facilitar el análisis de la ganancia financiera que surge de la posesión de acciones, y ambos se derivan del análisis de Uno sobre la sociedad por acciones que realiza en *Keizai seisakuron*. En primer lugar, los principales no son iguales entre sí, en tanto la propiedad por acciones implica que aquellos que tienen más acciones también tienen mayor influencia sobre la organización interna y las operaciones de las sociedades por acciones. Los grandes accionistas son cualitativamente distintos de los pequeños compradores que adquieren acciones mediante el uso de sus ahorros personales. El capital accionarial no elimina el papel jerárquico y socialmente divisor del capital en propiedad, incluso cuando lo convierte en una relación impersonal y limitada.

En segundo lugar, la división entre gerentes y grandes accionistas no es ni de lejos tan absoluta como implica el marco principal-agente; al contrario, los gestores a menudo son accionistas importantes. Además, bajo las condiciones de capitalismo financiarizado, los gestores y también otros elementos de la estructura burocrática de las grandes corporaciones —concretamente de las grandes empresas financieras— a menudo son remunerados con opciones sobre acciones, acciones y otras formas de activos financieros. Los que controlan el capital accionarial son los que acumulan ganancias separada e independientemente de su participación en la inversión en la empresa. En este sentido, la ideología del «valor accionarial» podría repercutir en favor de los gestores y de los grande propietarios de acciones.

---

trabajo de posguerra de Albert Hirschman sobre la «voz» y la «salida» como rasgos característicos del comportamiento del accionista ofrece más variedad en el análisis (*Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 1970).

[33] La idea original en este campo dentro del marco principal-agente es de Michael C. Jensen y William H. Meckling, «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics,* núm. 3:4, 1976.

Para el objeto de este capítulo, por tanto, los accionistas deben considerarse agentes económicos que comprometen capital dinerario o dinero ocioso para adquirir derechos de propiedad sobre la empresa y de este modo sobre los flujos de plusvalía futuros. Los dividendos son una proporción de la plusvalía que se acumula gracias a los derechos de propiedad sobre la empresa. El capital dinerario comprometido por los accionistas podría ser capital prestable movilizado a través del sistema financiero; pero los accionistas difieren de los prestamistas en tanto en cuanto comprometen capital prestable potencial o dinero ocioso de forma indefinida en vez de por un periodo determinado de tiempo. El pago de los rendimientos no está predefinido en términos ni de tiempo ni de magnitud[34]. Por la misma razón, la obligación de la empresa de hacer pagos a los accionistas a partir de las ganancias tiene un elemento discrecional en comparación a la obligación de hacer pagos a los prestamistas, que es un requerimiento externo y habitualmente preferente sobre los pagos a los accionistas.

A pesar de estas conocidas diferencias entre las acciones y la deuda, hay también fuertes similitudes entre los accionistas y los prestamistas. Por un lado, los rendimientos de ambos surgen del flujo de plusvalía, incluso a pesar de que el derecho a recibir una fracción de la plusvalía es distinto para los accionistas que para los prestamistas. Sobre todo, el dinero que ambos comprometen en la empresa proviene esencialmente del polo social de capital prestable y de dinero ocioso. Además, a pesar de que el accionista no tiene el derecho formal de recibir la devolución del principal en un momento determinado, en la práctica el dinero puede ser recopilado a través de la venta de acciones en el mercado bursátil. Los bancos de inversión sirven fundamentales para este proceso, como se demostró en el capítulo 5. En resumen, para la inversión en acciones, tanto la fluidez como la tendencia del capital prestable de volver a su propietario vuelve a surgir a través de la oportunidad de vender acciones en el mercado de capital.

Los accionistas pueden entonces considerarse como los propietarios del capital que comparten características clave con los prestamistas en dinero. No están formalmente al cargo de la gestión de la empresa capitalista, aunque en la práctica los gestores son accionistas importantes. Las compras de acciones son una inversión de dinero prestable u ocioso que comporta un rendimiento, pero que no requiere una implicación activa en la dirección de la empresa. De forma similar a los prestamistas, los accionistas pueden asegurar potencialmente el rendimiento del capital invertido a través de la reventa de las acciones. La similitud entre prestamistas y accionistas implica que, si el prestamista se considera como un rentista, entonces el accionista debería ser también tratado como tal. Hay un valor heurístico

[34] Estas son categorizaciones generales para facilitar el análisis. Hay distintos tipos de acciones, e incluso más tipos de deuda, y la separación entre ambos es de hecho más bien gris. Esto confirma aun más la similitud subyacente entre los dos tipos de activos financieros, a pesar de sus diferencias.

en esta noción, ya que los accionistas no han sido identificados erróneamente con una fracción rentista de la clase capitalista.

Por último, la similitud subyacente entre el prestamista y el accionista también está implícita en la conexión estructural entre el sistema crediticio y el mercado de capital. Con tal de determinar el contenido de la ganancia financiera, el vínculo más importante entre los dos componentes tiene que ver con la formación de precios en el mercado de capitales. Dicho de manera simple, los precios de las acciones dependen de la tasa de interés determinada en el mercado de dinero. El rendimiento obtenido por los accionistas tiene un carácter financiero, primero, porque se genera a través de transacciones en el mercado bursátil y, segundo, porque se basa en parte en el tipo de interés. Cabe considerar ahora el carácter de la ganancia financiera generado a través de la comercialización de activos financieros, en particular de las acciones, que incluye las ganancias de capital.

Ganancia financiera derivada del comercio de activos financieros

La ganancia financiera derivada del comercio de activos financieros es de lejos la forma más compleja de ganancia financiera y esto no solo porque requiera el análisis de las ganancias de capital sino debido también a toda una serie de otras razones. La ganancia derivada del comercio de activos financieros es a menudo considerada como especulativa y como un derivado de un juego de suma cero entre comprador y vendedor. Por ejemplo, Hilferding relacionó las ganancias del comercio con la especulación y las transacciones de suma cero, tal como también hizo Keynes, quien en general asoció los mercados de capital con la especulación[35]. En la literatura heterodoxa reciente ha habido varias referencias al aspecto especulativo de las ganancias derivadas del comercio[36]. Sin embargo, la especulación es un concepto notoriamente difícil de definir con precisión y no puede ofrecer un punto de partida adecuado para el análisis de las ganancias financieras que se derivan del comercio de activos financieros. Los mercados financieros juegan un papel sistémico en las economías capitalistas avanzadas y, sin negar la existencia de la especulación, debe haber también un punto de partida sistémico para analizar la

---

[35] Véase R. Hilferding, cit., cap. 8.1; y J. M. Keynes, *The General Theory of Employment...*,cit., cap. 12.

[36] Por ejemplo, Özgur Orhangazi ha añadido las «ganancias especulativas» a las tres fuentes de ganancia financiera de R. Pollin. Véase Özgür Orhangazi, *Financialization and the US Economy*, Northampton, Edward Elgar, 2007, pp. 47-8; y R. Pollin, «Contemporary Economic Stagnation in World Historical Perspective», *New Left Review* núm. 219, 1996. Wray también ha señalado la importancia de la especulación en los mercados financieros. Véase L. Randall Wray, «Minsky's Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis», Working Paper, núm. 661, Levy Economics Institute of Bard College, 2011, p. 11.

ganancia financiera derivada del comercio de activos financieros. Este sólo puede ser el de las relaciones fundamentales de capital prestable[37].

El comercio con activos financieros se compone de transacciones en las que habitualmente el vendedor recibe dinero, mientras que el comprador recibe un derecho a cobro sobre el ingreso futuro denominado en dinero. Cada transacción es aparentemente un intercambio de equivalentes y por tanto no implica inmediatamente que la ganancia del vendedor deba ser una pérdida para el comprador. Como se muestra más adelante, la ganancia derivada del comercio de activos financieros se acumula a través de un proceso complejo y mediado, que de hecho podría ser un juego de suma cero, pero que también incluye la apropiación de una parte de la plusvalía o de la renta personal. La ganancia derivada del comercio de activos financieros tiene una importante dimensión de «ganancias derivadas de la alienación o de la expropiación», pero a la vez sigue asociada con los nuevos flujos de plusvalía.

Este apartado se va a centrar en las acciones en la medida en que presentan problemas conceptuales más complejos cuyas respuestas podrían aplicarse a las ganancias derivadas del comercio de instrumentos de deuda. El primer paso es considerar con más detalle los precios de las acciones, que son precios de mercado puros no directamente relacionados con el valor generado en la producción. Los precios de las acciones son sumas monetarias anticipadas a cambio del derecho a recibir en el futuro una proporción indeterminada del flujo de plusvalía del proyecto. La idea fundamental en este sentido es que el precio de las acciones es el resultado del descuento de los dividendos futuros esperados[38].

El descuento de los flujos futuros de ingresos es una práctica fundamental de los mercados financieros en la determinación de los precios. La lógica subyacente de descontar se deriva de la división cuantitativa del flujo de plusvalía entre el interés y la ganancia de la empresa, que en consecuencia adquiere características cualitativas. Cualquier ingreso regular que acumulen los capitalistas podría aparecer como el recibo del interés sobre cualquier capital imputado. En consecuencia, la forma del interés es capaz de generar un rango de precios y ganancias peculiares que caracterizan al sistema financiero. Podría, por ejemplo, hacer que la ganancia de la empresa apareciera como el rendimiento de un capital que el propietario se ha prestado a sí mismo o a sí misma de forma ficticia. Incluso podría hacer que los salarios parecieran un rendimiento como el interés de un capital ficticio (humano) del trabajador.

---

[37] Nótese que desde un punto de vista marxista, Chesnais también ha sido crítico con «distinguir la "especulación" en lugar de proporcionar un análisis adecuado del capital-dinero». Véase François Chesnais, «The Economic Foundations of Contemporary Imperialism», *Historical Materialism,* núm. 15:3, 2007, p. 133.

[38] K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, pp. 597-598. Véase también C. Lapavitsas, *Social Foundations of Markets...,* cit., 2003, cap. 2, para un análisis más detallado sobre la diferencia cualitativa de los precios financieros y los precios de las mercancías producidas, incluido el papel de los hábitos, las instituciones y los rumores en la determinación de los precios financieros.

Marx llamó «ilusorio» y «ficticio» al capital imputado, términos que tienen distintos significados, algunos de los cuales se desarrollarán más adelante[39]. En resumidas cuentas, no obstante, el significado es evidente: el precio de una acción es capital ficticio en el sentido de que para el propietario representa un valor que no existe pero que es el equivalente monetario de los dividendos futuros. Si se vendiera la acción, el capital ficticio pasaría a ser capital real acumulado por el vendedor. No obstante, el precio de la acción continuaría fluctuando en función del descuento de los dividendos futuros e independientemente del capital pagado en el momento de la compra. Para el nuevo propietario, existiría otro capital ficticio asociado a la acción.

Dejando de lado los dividendos, la consecuencia es que la ganancia financiera generada en los mercados de capital se deriva de la relación entre el capital ficticio asociado a la acción y el capital generado en el momento de su venta en el mercado. El comprador de una acción podría obtener beneficios vendiéndola posteriormente a un precio superior, es decir, generando ganancias de capital; en el mismo sentido, podría haber pérdidas de capital. Las cuestiones más espinosas en relación con las ganancias financieras tienen que ver con las ganancias de capital. ¿Cuál es la fuente de valor de la materialización de las ganancias de capital? ¿Cómo puede una suma de capital ficticio generar ganancias para aquellos que comercian con activos financieros? ¿Existe homogeneidad en la determinación de las ganancias de capital?

Nótese que en esencia la cuestión de las ganancias de capital no se diferencia cualitativamente de los instrumentos de deuda, dado que los precios también podrían fluctuar tras su compra. Además, la cuestión de las ganancias de capital puede esclarecer el tema de las ganancias de las instituciones financieras que operan en los mercados de capital. Los intermediarios de los mercados financieros reciben su remuneración a partir de los precios de los activos financieros, es decir, a partir del capital dinerario usado para pagar los activos. Las ganancias, ya sean en forma de tarifas y comisiones o derivadas del comercio, surgen básicamente del valor destinado a la compra de los activos financieros.

Marx abrió camino en la teoría que analiza la ganancia financiera asociada con los precios de los activos financieros al señalar el carácter ficticio de los precios financieros, pero su argumentación solo fue un primer paso. Hilferding hizo una contribución más importante que Marx en este sentido, aunque en cierta manera se quedó corto al analizar la ganancia financiera en general. Hilferding, cómo se discutió en el capítulo 3, postuló la innovación teórica de la ganancia del fundador (o del promotor) (*Gründergewinn*). El punto natural de partida para el análisis de las ganancias de capital, y por tanto para la ganancia financiera derivada del comercio de activos, es esta noción de Hilferding.

---

[39] K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, p. 595.

Para expresarlo de manera clara y fácil, tómese otra vez la empresa del punto 6.3, pero asumiendo ahora que su capital propio, S, comprende únicamente acciones vendidas en los mercados de capital. Los accionistas acumulan la ganancia de empresa, E, en forma de dividendos, D[40]. El precio de la acción, S, estaría relacionado con los dividendos futuros, D, a través de un proceso de descuento. La cuestión entonces pasa a ser la siguiente: ¿cuál es la tasa de descuento? La respuesta a esta pregunta depende del análisis, resumido en el apartado anterior, de los accionistas en relación con los prestamistas y los propietarios-operadores tradicionales. La tasa de descuento de referencia para los dividendos sería la tasa de interés, i, determinada en el mercado monetario, pero incluiría también una prima de riesgo[41]. Esta dependería del sector en el que la empresa operase, así como de las características concretas de la empresa: su historia, organización interna, planes estratégicos, calidad de la gestión y estructura del balance, entre otros.

En términos generales, la separación de la tasa de descuento y la tasa de interés plasmaría las diferencias entre el accionista y el prestamista como agentes económicos. Ambos anticipan el capital dinerario desde el polo común de capital prestable y dinero ocioso, pero la esencia del anticipo es distinta y se refleja en las tasas de rendimiento. El límite más bajo/mínimo de la tasa de descuento del accionista sería, de este modo, la tasa de interés. Por otro lado, el límite más alto tanto de la tasa de descuento como de la tasa de interés sería la tasa media de ganancia, la tasa real de rendimiento generada a través de la movilización de recursos por parte de la empresa. Esto reflejaría la diferencia entre el accionista y el prestamista en comparación con el propietario-gestor de una empresa.

En resumen, la tasa de descuento, d, se encontraría dentro del rango[42]:

$$i \leq d \leq r$$

---

[40] Estrictamente hablando, esto no es necesariamente cierto, dado que la ganancia de empresa es sencillamente la parte de la ganancia que no se paga con intereses. Los gestores de la sociedad por acciones deciden de hecho cuánto distribuir en otras formas, que incluyen los salarios y otros tipos de remuneración de la burocracia que las empresas emplean. Para el objetivo de analizar la ganancia financiera no se pierde, sin embargo, contenido al asumir que toda la ganancia tras el reparto de intereses se distribuye como dividendos.

[41] R. Hilferding, *Finance Capital...*, cit., cap. 7.

[42] Estos límites se cumplen en general y en la operación normal de los mercados de capital. Nada evita que la tasa de descuento rebase los límites en circunstancias excepcionales. En una crisis caracterizada por la venta forzada de acciones, por ejemplo, la tasa de descuento excedería la tasa de ganancia normal, lo cual resultaría en un derrumbe del precio de las acciones. Sin embargo, el análisis de las ganancias financieras tiene que basarse en las operaciones normales para poder ser capaz de analizar los sucesos extraordinarios.

En este sentido, y asumiendo para simplificar que la empresa tiene una vida infinita, el precio de la acción sería:

$$S = D/d$$

La ganancia del fundador de Hilferding es ahora muy fácil de formalizar. Para continuar sin complicar el análisis, se ignora la prima de riesgo y se asume que la tasa de descuento es igual que el límite inferior —la tasa de interés. De este modo, los precios de las acciones vendrían dados por $S = D/i$. Si, para mayor simplicidad, se asume que la empresa no tiene ninguna deuda (el apalancamiento es cero), entonces o $D = rK$ o $K = D/r$. Dado que $i \leq r$, se deduce inmediatamente que $S \geq K$. La diferencia $(S - K)$ constituiría la ganancia del fundador. El razonamiento económico de Hilferding que hay tras la ganancia del fundador se hace evidente a través de estas sencillas formulaciones. Si una empresa fluctúa en el mercado bursátil, el capital efectivo requerido sería K para poder generar las ganancias medias en el futuro; pero las acciones emitidas representarían un capital ficticio mayor y reflejarían la tasa de descuento, que sería lo relevante para los potenciales accionistas. Cuando se compraran las acciones, la diferencia $(S - K)$ sería acumulada en parte por el fundador y en parte por los intermediarios que facilitaron el proceso de emisión de las acciones.

La ganancia del fundador es, de este modo, una forma original de ganancia financiera que se deriva del comercio de activos financieros. En la formulación de Hilferding, se corresponde con las ganancias hoy llamadas oferta pública inicial —es decir, la flotación original de una empresa privada en el mercado de capitales. Además, de acuerdo con Hilferding, la fuente de la ganancia del fundador es el conjunto de la ganancia futura de la empresa que acumula el fundador o la institución financiera que ha promovido la flotación[43]. Esta es una idea potencialmente importante para el análisis de las ganancias de capital, pero necesita ser elaborada con más profundidad de la que Hilferding le otorgó.

Cabe considerar qué pasaría si las acciones continuaran comercializándose en el mercado de capital y estimularan así la generación de más ganancias (o pérdidas) financieras. Para continuar con el análisis, se asume que el precio de las acciones aumenta —que hay ganancias de capital— y que tienen lugar dos transacciones más después de la flotación. El camino que recorre el activo financiero podría representarse con una sencilla línea temporal. De este modo, la empresa hace su primera emisión en t_0 con el capital invertido, que es igual a K, y financiado a través de la venta de

[43] Ibídem, p. 129.

acciones al precio total S_0. Las acciones son revendidas en t_1 por S_1 y de nuevo en t_2 por $S_{2,}$ tras lo cual se mantienen en un mismo poseedor indefinidamente. En definitiva, hay un vendedor inicial, un comprador final, y dos compradores más que se convierten luego en vendedores. Si se asume que las acciones son comerciadas bajo condiciones normales (sin ventas forzosas), entonces $S_0 < S_1 < S_2$ – es decir, se realizan ganancias de capital en ambas transacciones.

t_0	t_1	t_2
Vendido por S_0	Vendido por S_1	Vendido por S_2

Sobre esta base, los tres vendedores reciben distintas cantidades de ganancias financieras que surgen a lo largo de la vida del activo:

$\Phi\Pi_0 = S_0 - K$, ganancia del fundador que acumula el fundador en t_0

$\Phi\Pi_1 = S_1 - S_0$, ganancia de capital que acumula el vendedor 1 en t_1

$\Phi\Pi_2 = S_2 - S_1$, ganancia de capital que acumula el vendedor 2 en t_2

La ganancia financiera total a lo largo de la vida de los activos financieros se calcula evidentemente de:

$$\text{(v) } \Sigma\ \Phi\Pi = S_2 - K$$

Es decir, la ganancia financiera total (ganancia de capital) viene dada por el capital dinerario comprometido por el último comprador menos los costes de inversión del proyecto. Al sustituir S_1 y K, la ganancia financiera total también podría expresarse de la siguiente manera:

$$\text{(vi) } \Sigma\ \Phi\Pi = D/d_2 - D/r = [(r - d_2) / rd_2]\ D$$

La ganancia financiera total pasa a ser entonces la diferencia entre el descuento de los dividendos esperados mediante, por un lado, la tasa de descuento del último comprador y, por el otro, la tasa media de ganancia.

Esta sencilla presentación demuestra inmediatamente algunos de los principales aspectos de la ganancia financiera derivada del comercio de activos financieros. La suma de toda la ganancia financiera se origina, básicamente, del capital prestable (o dinero ocioso) avanzado por el comprador final, menos la inversión inicial constatada. Cada vendedor intermedio

extrae ganancias financieras del capital prestable del siguiente comprador, mientras que el comprador final finanza toda la serie de transacciones que generan la ganancia financiera. En este sentido, no hay diferencias cualitativas entre la ganancia del fundador de Hilferding y la ganancia del capital en general. La ganancia del fundador es un concepto más reducido, un caso particular de ganancias del capital que el fundador acumula a partir del capital prestable del primer comprador.

Sin embargo el capital prestable no es la fuente originaria de la ganancia financiera. Si se asume que todos los compradores de acciones están igual de informados sobre los futuros dividendos, cada comprador posterior financia la ganancia financiera del vendedor, dado que los precios de las acciones crecen. El crecimiento del precio de las acciones puede suceder por distintas razones, entre las que se puede encontrar la caída de la tasa de interés en el mercado monetario o la aplicación de una prima de riesgo menor. Las razones concretas no son importantes para la cuestión que aquí se trata y podrían incluir factores especulativos y psicológicos, en la medida en que los precios de las acciones no están directamente relacionados con el valor generado en la producción. Lo que importa es que el comprador final anticipa S_2 con tal de obtener dividendos, D, *ad infinitum,* lo que implica la carga de una tasa de rendimiento (descuento), d_2, la cual es evidentemente menor que la tasa media de ganancia, r.

El comprador final obtiene, de este modo, los derechos del flujo completo de plusvalía del producto pero a un precio mayor que el que pagan todos los propietarios anteriores de las acciones. En efecto, el capital prestable avanzado por el comprador final actúa como pago inicial por todas las ganancias futuras, y una parte de estas se divide entre los vendedores intermediarios como ganancias de capital. El comprador final amortiza esta parte gracias a la plusvalía igual a $[(r - d_2)/ rd_2]$ D, la cual sería entonces la fuente originaria de beneficio de toda ganancia del capital. Todas las ganancias de capital intermedias se explican por el mismo proceso: el capital prestable es anticipado como pago inicial por la plusvalía futura y es recuperado (con incremento) por el capital prestable del siguiente comprador. Las ganancias de capital, en un caso puro de comercio de acciones entre capitalistas —y teniendo en cuenta que todos los dividendos se pagan como al precio esperado—, no son más que una nueva división de la plusvalía entre las partes implicadas.

Bajo esta perspectiva, la fuente de ganancia financiera derivada del comercio de acciones puede establecerse de dos modos. En términos directos e inmediatos, estas ganancias financieras surgen del capital prestable del comprador, y en particular del capital prestable del comprador final, que como consecuencia posee las acciones. En términos indirectos y mediados, sin embargo, surge de

las ganancias futuras —de la plusvalía generada por la empresa[44]. Llevando el caso al límite, si la tasa de descuento del comprador final pasa a ser igual que la tasa de interés, i, la ganancia financiera sería obviamente igual a lo que Marx denominó como la «ganancia de empresa» en t_2.

En contra de las afirmaciones de Hilferding la ganancia del fundador no es, sin embargo, la ganancia futura de la empresa que acumula el fundador o promotor, y tampoco es una remuneración del espíritu «emprendedor» inicial[45]. De hecho, a diferencia de la división cuantitativa de la plusvalía entre el interés y la ganancia de empresa, las ganancias de capital (de las cuales la ganancia del fundador es un ejemplo parcial) representan una división no formal de la plusvalía. Más bien, las transacciones anteriores son pagos anticipados que realizan terceros a partir de su propio capital prestable con la expectativa de ganar una plusvalía futura. El riesgo de recuperar el anticipo se pasa al siguiente comprador, y finalmente al último comprador, que mantiene los derechos de propiedad sobre el flujo completo de plusvalía. No hay una división cuantitativa de la plusvalía en esta secuencia que pueda dar lugar a una división cualitativa entre capitalistas.

Es evidente que los rasgos básicos de este análisis también podrían aplicarse a otros activos financieros como los instrumentos de deuda. Los préstamos de una empresa podrían darse en forma de bonos, es decir, de títulos comerciados en el mercado de capital. El precio de los bonos, B, al igual que el de las acciones, sería capital ficticio equivalente al valor descontado de los futuros pagos de intereses. La tasa de descuento sería la tasa de interés en el mercado monetario más una prima de riesgo. Las ganancias de capital surgirían si la tasa de interés del mercado o la prima de riesgo disminuyeran. De nuevo, la fuente inmediata de las ganancias del capital sería el capital prestable del siguiente comprador, pero en última instancia surgirían gracias a parte de la plusvalía que se acumula como interés. En este caso, la división cuantitativa de la plusvalía mantendría su aspecto cualitativo: los compradores de bonos seguirían siendo prestamistas. En consecuencia, las obligaciones de la empresa hacia los tenedores de bonos tendrían normalmente prioridad respecto a las obligaciones para con los

---

[44] Lo mismo pasa con las ganancias de los intermediarios financieros. Las tarifas y comisiones que cobran los bancos de inversión y otros inversores obviamente son parte del precio efectivo del título. En primera instancia se paga a partir del capital prestable del comprador, pero en última instancia se hace a partir de la plusvalía.

[45] Itoh también ha criticado el tratamiento que hace Hilferding de la ganancia del fundador como plusvalía futura que se acumula en una suma global. Según Itoh, la ganancia del fundador debería entenderse como una redistribución del capital dinerario del comprador. Como el análisis de esta sección ha demostrado, esto es totalmente cierto, pero no niega la conexión entre la ganancia del fundador y la plusvalía. La cuestión es que la ganancia derivada del comercio de activos financieros representa una proporción del capital prestable, así como una proporción de la plusvalía y ambos aspectos se relacionan de un modo estructurado y mediado. Véase M. Itoh, *The Basic Theory of Capitalism*, Londres, Macmillan, 1988, p. 287.

accionistas, incluso en caso de bancarrota. No obstante, la similitud esencial entre el comercio de acciones y el de bonos sigue siendo evidente en lo que se refiere a la ganancia financiera.

No obstante, cuando los activos financieros comerciados no son los pasivos de una empresa —ya sean acciones o bonos— sino otras entidades económicas, entre las que se encuentran los trabajadores, surgen complejos problemas conceptuales. Los instrumentos de deuda del Estado son un buen ejemplo de esto. Los bonos del Estado —la base de los mercados financieros— son promesas de pago de intereses derivadas de los ingresos fiscales futuros. Se deduce así que el interés que paga el Estado comprende la plusvalía, recaudada mediante los impuestos. Sin embargo, este interés también podría ser una parte de los ingresos monetarios de todas las clases sociales, recaudados a través de los mismos mecanismos. Los impuestos que pagan los trabajadores reflejan normalmente una transferencia de plusvalía hacia el Estado en la forma de salarios. Sin embargo, el valor de la fuerza de trabajo tiene un componente social e histórico flexible. En principio, los impuestos podrían también presionar a la baja sobre los salarios reales, y en consecuencia trasladar al Estado parte de los ingresos de los trabajadores.

En ese caso, las ganancias financieras de los bonos del Estado representan de hecho derechos de cobro sobre los ingresos fiscales futuros, y son consecuentemente derechos sobre la plusvalía y otras formas de ingresos monetarios recaudadas por el Estado. Los prestamistas tendrían pues derechos de cobro sobre toda la sociedad y se les remuneraría a partir de los ingresos nominales de toda la sociedad, pero sería el Estado quien recaudaría los fondos para reembolsarles. El control sobre los mecanismos estatales que determinan y recaudan los impuestos tendría fuertes repercusiones sobre cómo afecta el pago de la deuda a las distintas clases sociales. A diferencia del crédito que se da a las empresas particulares, además la prima de riesgo asociada tendería a ser menor, lo cual refleja el carácter social de la capacidad crediticia del Estado. Por otro lado, las fluctuaciones del endeudamiento del Estado generalmente afectan a la tasa de interés y podrían generar ganancias de capital para los tenedores de bonos. Un cambio rápido hacia un régimen de tipos de interés bajos, en particular, podría causar una escalada de las ganancias financieras y, de este modo, el enriquecimiento de los tenedores de bonos del Estado gracias al ingreso nominal del conjunto de la sociedad.

Problemas todavía más complejos surgen con las ganancias que se relacionan con los títulos financieros que representan pasivos de los trabajadores. Estos evidentemente se relacionan con la expropiación financiera y han tenido gran importancia a lo largo de la financiarización. Por ejemplo, los derivados que se basan en última instancia en la deuda de los trabajadores han proliferado en las décadas recientes y fueron de una importancia

crucial para el auge y declive de la burbuja de los años dos mil. Estos derivados podrían entenderse como bonos sintéticos, es decir, títulos que prometen pagar un rendimiento (interés) al tenedor a partir de una variedad de pagos hechos por los trabajadores que primero se concentran y después se dividen. Los pagos hechos por los trabajadores servirían originariamente para pagar las deudas relacionadas con la canasta salarial, que incluyen, entre otras, la deuda de la vivienda y varios tipos de deudas de consumo. En efecto, el tenedor de un valor derivado tendría un derecho a cobrar de los distintos intereses que pagan los trabajadores y cualquiera que incurra en deudas personales.

¿Cuál sería la naturaleza de la ganancia financiera que se deriva del comercio de estos títulos? La forma más fácil de responder esta pregunta sería tomando como ejemplo el caso de los créditos hipotecarios, aunque los resultados serían también válidos para las deudas de consumo. Si se asume que las hipotecas de los trabajadores se concentran y los bonos son emitidos de modo que se entrega un derecho al cobro de una fracción de los pagos de intereses concentrados, el precio del título derivado (bono) representaría capital ficticio y resultaría esencialmente de un proceso de descuento de los pagos esperados. El precio efectivo del título, de hecho, también incluiría las tarifas y las comisiones que reciben las instituciones financieras implicadas en la emisión del derivado. En primera instancia, tanto las ganancias de los vendedores como la remuneración de los intermediarios saldrían del capital prestable (o dinero ocioso) del comprador del título. En este sentido, el proceso sería similar al de emitir un bono regular o una acción, incluso en lo que respecta a los pagos a los intermediarios.

Sin embargo, ¿cuál sería la fuente originaria de la ganancia financiera en este caso? El comprador final habría financiado todas las ganancias financieras intermedias con la esperanza de recuperar los costes a partir de los derechos adquiridos sobre la concentración de pagos. De este modo, la fuente de ganancias financieras sería en última instancia el pago de los intereses de la hipoteca (o cualquier deuda similar y titularizada). Las ganancias financieras intermedias se derivarían, mientras tanto, de los anticipos correspondientes a los pagos futuros de las hipotecas hechos a partir del capital prestable de cada comprador.

Existe entonces una diferencia evidente entre los instrumentos hipotecarios concentrados y otros instrumentos financieros emitidos por las empresas. Los trabajadores piden prestado con tal de comprar viviendas, hipotecando una parte de los salarios futuros que cubren las necesidades del hogar —y no hipotecando plusvalía. Los trabajadores reciben de los prestamistas una suma global que representa el valor descontado de la parte invertida en vivienda de los salarios futuros, pero que se maneja como

capital ficticio. Los trabajadores entonces pagan su deuda con interés a través de la venta regular de fuerza de trabajo.

En resumen, en un momento dado el ingreso nominal de los trabajadores se transforma en capital prestable, lo cual permite que los intermediarios financieros lo absorban en parte como ganancias financieras gracias al comercio de títulos basados en los salarios futuros. Se ha abierto la veda para que las instituciones financieras apliquen prácticas predatorias y quede reflejada así la diferencia sistémica de poder y perspectiva que hay entre las instituciones financieras y los trabajadores. Las ganancias financieras se pueden extraer a lo largo de la vida del título y salen en última instancia de los pagos salariales futuros. Consideraciones similares podrían hacerse para otros tipos de préstamos de consumo. Este es un aspecto principal de la expropiación financiera, una forma de «ganancia derivada de la alienación o de la expropiación» característica de la financiarización.

Por recapitular, uno puede aproximarse teóricamente a la ganancia financiera que se genera a partir del comercio de activos financieros en dos niveles. Inmediata y directamente, esta surge del capital prestable de cada comprador del activo financiero; pero en términos mediados e indirectos, la ganancia financiera se genera a partir de los flujos de plusvalía y de los flujos de los ingresos personales. Por lo que concierne a los activos financieros emitidos por las empresas capitalistas, su ganancia financiera se origina en los flujos futuros de plusvalía. Respecto a los activos financieros emitidos por el Estado, su ganancia financiera se origina de la plusvalía, pero también del ingreso monetario de todas las clases sociales que se detrae a través de los impuestos. Por lo que respecta a los activos financieros que son en última instancia pasivos de los trabajadores y otros hogares, su ganancia financiera surge del ingreso nominal de los trabajadores, entre otros. En consecuencia, la ganancia financiera generada a partir del comercio de activos financieros abarca las esferas de la producción y de la circulación, y permite que la ganancia se genere a partir de procesos de circulación. Este es un rasgo distintivo del capitalismo financiarizado.

Huelga decir que el precio de los activos financieros también puede disminuir. Teniendo en cuenta los objetivos de este libro, las razones de estas caídas de precios no son relevantes: ya sean a causa de los aumentos de los tipos de interés, o de ajustes repentinos de la prima de riesgo, o incluso de ventas por pánico. La cuestión es que si los precios bajan, las ganancias financieras hechas por el último vendedor saldrían totalmente del capital prestable (o dinero ocioso) del último comprador. Esto sería un juego de suma cero, una redistribución pura de capital prestable (y dinero ocioso) entre diferentes secciones de la economía y de la sociedad.

Este suceso se da a menudo en los mercados financieros. Las burbujas del mercado bursátil, por ejemplo, atraen normalmente a pequeños accionistas que quedan presos de la euforia del *boom* y compran activos financieros sobre la base de unas expectativas de los rendimientos futuros exageradas. Cuando sucede el *crack*, entonces registran pérdidas netas que corresponden a las ganancias de los vendedores previos de los activos financieros (y, en este sentido, también de las instituciones financieras que mediaron las transacciones). Estos sucesos podrían representar grandes transferencias de valor de un estrato a otro de la sociedad, del capital prestable en primera instancia, pero yendo más allá, también de los flujos futuros de valor y de plusvalía.

TERCERA PARTE

LAS CARACTERÍSTICAS EMPÍRICAS E HISTÓRICAS DE LA FINANCIARIZACIÓN

VII
EL CONTEXTO DE LA ACUMULACIÓN FINANCIARIZADA

El análisis histórico de la financiarización

La financiarización es el resultado de los procesos históricos que se han dado en el mundo desde los años setenta; representa un periodo de cambio del modo de producción capitalista que conlleva una transformación sistémica de las economías avanzadas con profundas implicaciones para los países en vías de desarrollo y debe ser examinada adecuadamente en estos términos. Las finanzas se han expandido al terreno de la acumulación doméstica, redeterminando así de nuevo los términos de la extracción de ganancias y la jerarquía de las relaciones entre países.

Algunos de los enfoques discutidos en el capítulo 2 comparten la visión —de forma implícita o explícita— de que la financiarización representa una transformación del modo capitalista de producción. El análisis de un periodo exige, sin embargo, ciertas particularidades y plantea dificultades características. No se puede tratar como una mera concatenación de hechos históricos ni de patrones de cambio social, ya que entonces estaríamos hablando o bien del estudio de la historia, o bien de un análisis concreto de las formaciones sociales. De la misma manera, no se puede tratar de una discusión abstracta de la evolución de las relaciones de la acumulación capitalista, ya que entonces se perdería gran parte de la especificidad característica de las etapas de desarrollo histórico. Por necesidad, el análisis de un periodo debe situarse en un punto intermedio, debe partir de unas preocupaciones teóricas y al mismo tiempo integrar sistemáticamente y de modo consistente los fenómenos históricos con la teoría.

El análisis de etapas tomó forma en la teoría clásica marxista a principios del siglo XX con el análisis del imperialismo, resumido en los capítulos 2 y 3[1]. El análisis de Lenin, en particular, fue explícitamente

[1] La bibliografía sobre la periodización del capitalismo durante las décadas recientes ha estado dominada por los conceptos de fordismo y postfordismo, sugeridos por la Escuela francesa de la Regulación, no ha surgido sin embargo ninguna visión que haya prevalecido entre los marxistas o los radicales en general. Un excelente recopilatorio de las visiones contemporáneas es el de Robert Albritton *et al.* (eds), *Phases of Capitalist Development: Booms, Crisis and Globalizations*, Nueva York, Palgrave, 2001.

una teoría sobre la sucesión de distintas etapas a lo largo del desarrollo del capitalismo: el capitalismo *laissez-faire*, el capitalismo monopolista y el capitalismo imperialista. Su teoría sobre el imperialismo se basaba en las tendencias fundamentales de la acumulación capitalista, a la vez que incorporaba desarrollos históricos importantes. Basándose en Hilferding, Lenin relacionó el imperialismo con el auge de los monopolios, el surgimiento del capital financiero y la exportación de capital de las metrópolis a la periferia, lo que acabó generando unas específicas relaciones de explotación entre los distintos países en el mercado mundial[2].

En esta línea, el análisis teórico propuesto en el capítulo 2 ha situado las raíces de la financiarización en los procesos moleculares de la acumulación capitalista, es decir, en la alteración de la conducta de las empresas, los bancos y los trabajadores. Las operaciones financieras de los capitales monopolistas (las sociedades por acciones multinacionales) han sido fundamentales para la transformación estructural que representa la financiarización. Los capitales monopolistas contemporáneos dependen de las ganancias no distribuidas para financiar la inversión; y cuando necesitan financiación externa, pueden obtenerla en los mercados abiertos, lo que les ha llevado a desarrollar habilidades financieras. Hilferding afirmó que a lo largo del desarrollo capitalista los capitales monopolistas dependen cada vez más de los bancos para financiar la inversión fija, lo cual da lugar al capital financiero pero en las condiciones contemporáneas esto ya no se sostiene.

También fundamental, para el proceso de financiarización, ha sido la alteración de la conducta de los bancos, lo que incluye su dedicación a la intermediación y el comercio en los mercados financieros abiertos así como su dedicación a los préstamos y al manejo de los activos financieros de particulares. Sin embargo, quizás el aspecto más sorprendente ha sido la alteración de la conducta de los particulares —y de los hogares, en general—, que se han visto arrastrados al ámbito de las finanzas formales

[2] Nótese que Uno propuso una periodización del capitalismo que se basa en Hilferding y Lenin, pero también contiene rasgos importantes distintivos. Kozo Uno propuso que las etapas del capitalismo eran: el mercantilismo, el liberalismo y el imperialismo; dominadas respectivamente por el capital mercantil, industrial y financiero. Cada etapa ha estado caracterizada por un conjunto distinto de relaciones entre el capital y el Estado, lo que ha llevado a distintas políticas económicas. Uno era plenamente consciente que la atención excesiva que Hilferding prestó a los fenómenos económicos alemanes y austriacos y, por eso, sugirió que el capital financiero tomó distintas formas en EEUU y Reino Unido, en comparación con Alemania. Sin embargo, según Uno, la fuerza motriz del «estadio» imperialista fue la enorme cantidad de inversión fija que llevó a las empresas no industriales a depender de los bancos. La periodización del capitalismo de Uno fue parte de su aproximación teórica general a la economía política que dividía el análisis del capitalismo entre la teoría pura, la teoría de estadios y el estudio empírico concreto; la teoría pura del capitalismo refleja el periodo de liberalismo. Basándose en este análisis fundamental, Sekine ha llegado incluso a argumentar que la sociedad contemporánea ha superado al capitalismo. Véase K. Uno, *Keizai Seisakuron*, Tokio, Kobundo Shobo, 1936; Thomas Sekine, *The Dialectic of Capital*, Tokio, Toshindo, 1986

para dar y pedir crédito. Es igualmente importante destacar que, dada la transformación de la acumulación doméstica en los países capitalistas maduros, la financiarización ha traído consigo nuevas relaciones en el mercado mundial. Específicamente, la financiarización internacional ha tomado una forma subordinada en algunos países en vías de desarrollo que pivota en torno al papel del dinero mundial y que ha implicado su participación en la exportación de capitales. Aun así, la financiarización no ha venido acompañada del establecimiento de barreras comerciales de importancia, ni de imperios formales.

Sin embargo, una aproximación teórica a la financiarización como periodo de cambio y de desarrollo del capitalismo debe ser examinada y contrastada empíricamente si quiere tener relevancia. La guía a seguir es el trabajo de Lenin, que se basó por completo en los datos empíricos y vinculó su aproximación al materialismo dialéctico. Según Lenin, el desarrollo progresivo de un análisis en las ciencias sociales no debe basarse exclusivamente en la lógica interna de los conceptos teóricos, sino que debe incluir los desarrollos empíricos; de otra forma, el análisis corre el riesgo de desaparecer en la magnificencia de sus propias construcciones[3].

Además, una aproximación teórica a la financiarización debe incluir explícitamente el desarrollo de las instituciones, de los conflictos políticos, de los sistemas legales, de las ideologías y de las actitudes culturales durante el periodo relevante. Trotsky, en un breve artículo en el que critica la teoría de las ondas largas del desarrollo capitalista de Kondratiev, ofreció una perspectiva marxista ejemplar sobre la interacción entre las fuerzas económicas y no económicas a lo largo de las distintas etapas históricas del desarrollo capitalista[4]. Según Trotsky, la acumulación capitalista siempre se da dentro de un «canal» que toma su forma a partir de las condiciones «externas», es decir, de las condiciones institucionales, políticas, legales, ideológicas y culturales, entre otras. Estas condiciones «externas» son vitales para determinar la evolución a largo plazo de la acumulación capitalista. La economía política debe especificar las condiciones «externas» de forma explícita si quiere comprender la dirección y los cambios de la acumulación, especialmente cuando se trata de un contexto de crisis y de cambio histórico. Esta idea resulta crucial para el análisis de la financiarización.

Los capítulos 7, 8 y 9 examinan la trayectoria «básica» de la acumulación en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido, considerando las regularidades empíricas en el comportamiento de las empresas no financieras, los bancos y los hogares. Se integran algunas tendencias históricas

---

[3] Un argumento que Lenin hace de forma indirecta pero con fuerza en sus notas al margen del texto de Bujarin, *The Economics of the Transformation Period*.

[4] Leon Trotsky, «The Curve of Capitalist Development», *Fourth International,* núm. 2:4, 1941.

en la trayectoria «básica» de la acumulación en estos países avanzados, las cuales tienen que ver, entre otras, con la tecnología, los modelos de organización del trabajo, la especialización doméstica e internacional, e incluso los cambios en la vida de los hogares. Tras examinar la trayectoria «básica» de acumulación, parecerá obvio que la financiarización presenta variaciones. No hay nada sorprendente en este resultado: la financiarización es un producto de cambios históricos y, por tanto, sin duda, refleja el «canal» específico de la acumulación dentro del que tiene lugar. De este modo, en los capítulos 7, 8 y 9 se discute también sobre el «canal» de la acumulación en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido, considerando brevemente los desarrollos institucionales, legales e incluso ideológicos, particularmente aquellos relacionados con la intervención del Estado en la economía.

Por ser más concretos, en términos históricos la financiarización surgió en los años setenta, después de un periodo de crecimiento excepcional y de aumento de los ingresos que vino tras la Segunda Guerra Mundial. El largo *boom* de posguerra fue distinto al periodo del imperialismo que condujo a la Primera Guerra Mundial y acabó en la Segunda Guerra Mundial. Se abolieron los imperios formales, la producción y el consumo de masas dominaron la economía doméstica, se reguló la demanda agregada, se limitaron las exportaciones de capital, los controles prevalecieron en las finanzas domésticas e internacionales y, sobre todo, el dinero mundial fue de nuevo vinculado al oro a través de los Acuerdos de Bretton Woods. Durante el largo *boom,* el crecimiento en los países capitalistas maduros fue, en general, vigoroso, y los ingresos reales de los trabajadores, entre otros, siguieron una tendencia ascendente.

El periodo de la financiarización ha estado marcado, en cambio, por un crecimiento débil e incierto en los países capitalistas maduros que se ha visto interrumpido por repetidas crisis económicas, aunque ninguna tan severa como la que empezó en 2007. La base material de la acumulación ha estado condicionada por el profundo cambio tecnológico en el procesamiento de la información y en las telecomunicaciones. Por otro lado, el marco institucional, legal, político e ideológico ha sido en gran parte determinado por las políticas neoliberales que han reemplazado al keynesianismo de los años de la posguerra. El neoliberalismo ha proporcionado la ideología al periodo de la financiarización, el paraguas bajo el que se refugió el ascenso de las finanzas. La financiarización se ha basado en la desregulación sistemática de los mercados laborales y del sistema financiero, ambas implementadas deliberadamente por el Estado. La financiarización habría sido impensable sin la intervención sistemática del Estado en la economía y esta ha ganado efectividad gracias al control ejercido sobre la moneda doméstica a través de las operaciones el banco central.

De forma congruente, el siguiente apartado de este capítulo esboza la trayectoria de la acumulación en los países maduros considerando tres tendencias. La primera es la caída de la tasa de crecimiento del PIB en los países maduros, que también ha sido fuertemente cíclica. Durante el periodo de financiarización, la acumulación capitalista ha carecido, en general, de dinamismo y ha dado lugar a repetidas crisis. La segunda tendencia es la debilidad del crecimiento de la productividad lo que significa dificultades constantes para abrir nuevos ámbitos de inversión que podrían haber sostenido el crecimiento del PIB y de los ingresos. La tercera es la pérdida de terreno del trabajo frente al capital, en parte por culpa del cambio tecnológico y regulatorio, y en parte por la presión del elevado desempleo. La pérdida de terreno del trabajo ha supuesto que la distribución de la renta cambiara en favor del capital en el curso de la financiarización. Sobre esta base, el «canal» de la acumulación y el papel de la intervención del Estado en la financiarización de las economías capitalistas maduras se discute con mayor detalle en las siguientes páginas. El enfoque se dirige a los bancos centrales que se han situado como la principal institución pública de la política económica en el capitalismo financiarizado.

La trayectoria de la acumulación a lo largo de la financiarización: tendencias características

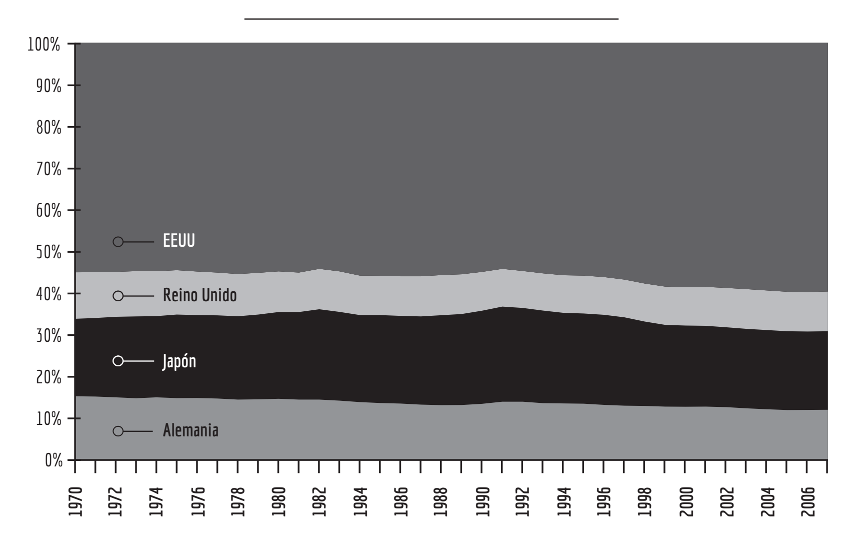
El análisis empírico de este apartado, como el realizado en gran parte del libro, se refiere a los cuatro países capitalistas avanzados que lideraron el periodo de financiarización: EEUU, Japón, Alemania y el Reino Unido[5]. El gráfico 1 ofrece una idea general del peso relativo de la acumulación capitalista en cada país al comparar la proporción de cada uno sobre el PIB agregado del grupo durante el periodo de financiarización.

No ha habido cambios importantes en las posiciones relativas: EEUU ha seguido siendo dominante, e incluso aumentó su liderazgo en comparación con el resto desde principios de la década de 1990; Japón, por otro lado, ha entrado relativamente en declive durante ese mismo periodo; Alemania, cuya economía es mucho más pequeña que las dos anteriores, ha estado también en relativo declive desde principios de

[5] Cualquier selección de países habría sido arbitraria. Sin embargo, los cuatro países que finalmente se escogieron ofrecen algunas ventajas. EEUU, Japón y Alemania son los mayores países capitalistas avanzados. A pesar de que el PIB de China rebasara al de Japón y Alemania a finales de los años dos mil, China no ha pasado todavía a ser un país capitalista desarrollado. Francia podría haberse incluido fácilmente en el grupo, pero añadiría una complejidad que no habría mejorado sustancialmente el contenido del análisis. Finalmente, los sistemas financieros de los cuatro países seleccionados pueden clasificarse de forma natural entre aquellos basados en la banca y aquellos basados en el mercado, lo que nos ofrece una mayor comprensión de la financiarización.

los años setenta; Reino Unido ha permanecido por detrás de Alemania durante todo el periodo.

Gráfico 7.1. Proporciones relativas del PIB, 1970-2007; EEUU, Japón, Alemania, Reino Unido; a precios constantes y paridades del poder adquisitivo constantes



Fuente: Cálculos hechos por el autor basándose en la base de datos de la OCDE. Los datos del PIB son estimaciones de la OCDE para Alemania en 1970-1990, Japón 1970-1993 y Reino Unido 1970-1979.

El desafío a la posición de EEUU como principal espacio de acumulación del mundo no ha venido de dentro del grupo, sino de los inesperados centros de mando chinos. Si se hubiera incluido a China en los gráficos, su proporción en 2007 habría sido similar a la de Japón, aunque esta habría sido insignificante en 1970. El surgimiento de un capitalismo dinámico en China ha sido importante para dar forma a los parámetros internacionales de la financiarización, pero no ha liderado el ascenso de las finanzas ni la transformación asociada de los países maduros. Habría sido engañoso incluir a China en el análisis empírico de las tendencias de la financiarización durante las últimas cuatro décadas. La importancia de China en la financiarización está en gran medida relacionada con el papel del dólar como moneda mundial y la acumulación de reservas de moneda mundial por parte del Estado chino, tal y como se discute en el capítulo 8.

Un menor crecimiento del PIB, crisis repetidas, un desempleo mayor y cambios en la fuerza de trabajo

Los primeros datos empíricos sobre la trayectoria de la acumulación durante el periodo de financiarización son las tasas anuales de crecimiento del PIB, mostradas en el gráfico 2.

Gráfico 7.2. Tasas de crecimiento anuales del PIB real (1970-2007) en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido

Fuente: Base de datos de la OCDE.

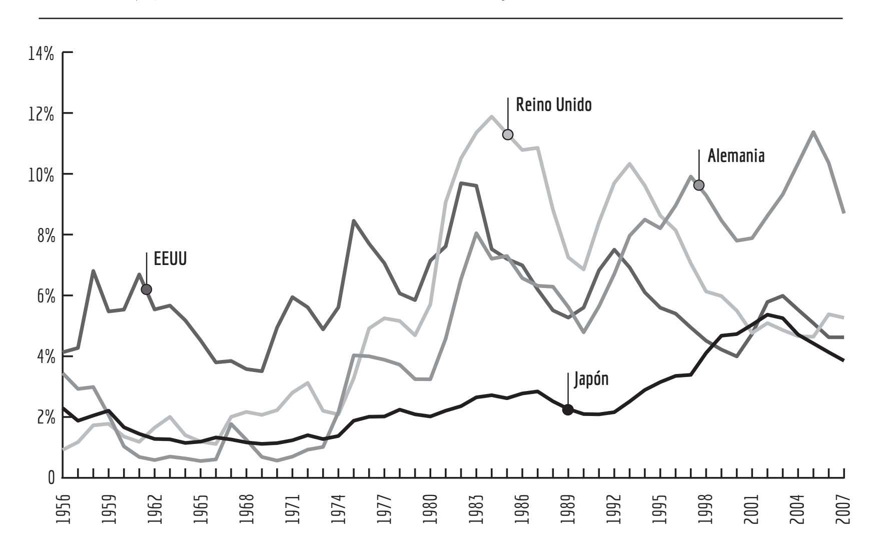
Nota: La tasa de crecimiento anual se calcula usando el método logarítmico. Para Japón, el PIB de 2005 fue estimado usando las Cuentas Nacionales Trimestrales de la OCDE.

Los patrones de crecimiento de las cuatro economías han estado ampliamente sincronizados, lo cual refleja probablemente sus estrechos vínculos comerciales y los flujos de capital entre ellos. Una mirada más atenta indica que las tasas de crecimiento han convergido hacia una media menor durante este periodo; esto evidencia preliminarmente una pérdida relativa de dinamismo en la acumulación en el curso de la financiarización. Más aún, este periodo ha estado caracterizado por el comportamiento cíclico, con cuatro caídas claras: la crisis de 1973-1975, la de 1980-1982, la de 1990-1992 y la de 2000-2002. Los años posteriores a 2007 suponen otra crisis importante que no se muestra en el gráfico 2, pero que se discute con detalle en el capítulo 9 en tanto crisis estructural de la financiarización. Debería destacarse que, sin embargo, han seguido existiendo diferencias significativas en la evolución del crecimiento de los cuatro países. La acumulación ha

seguido reflejando los rasgos específicos de cada país, como se demuestra claramente con Japón, el único de los cuatro países que ha pasado por una crisis importante en la segunda mitad de la década de 1990. La especificidad de la acumulación y la importancia de los rasgos institucionales particulares de cada país en la trayectoria y en el patrón de la acumulación han surgido con fuerza a lo largo de la crisis de 2007.

En resumen, la financiarización ha estado marcada por una caída gradual en la trayectoria de la acumulación, que a su vez ha sido interrumpida por repetidas crisis en los cuatro países. La otra cara de la evolución del crecimiento ha sido un cambio al alza de la tasa de desempleo. Haciendo abstracción de las fluctuaciones cíclicas, el gráfico 3 indica que en general el desempleo ha aumentado progresivamente en los años noventa y dos mil, en comparación con los años setenta.

Gráfico 7.3. Tasas de desempleo en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido

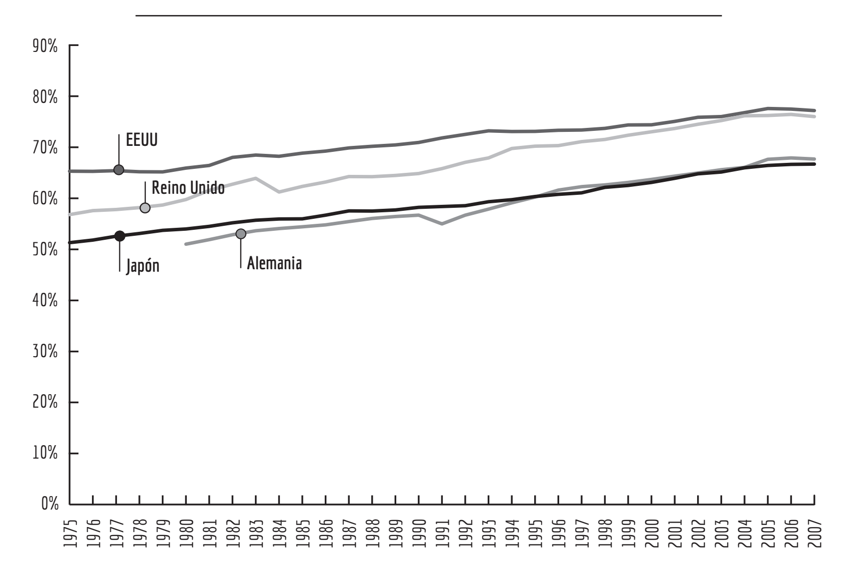


Fuente: Base de datos de la OCDE. La tasa de desempleo se define como porcentaje de la población civil activa.

Las causas del debilitamiento del crecimiento, de las repetidas crisis y del aumento del desempleo a lo largo del curso de la financiarización no son evidentes de inmediato ni tampoco fáciles de establecer. Un factor que podría haber dado esa forma a la trayectoria «básica» de la acumulación en los cuatro países es el cambio a largo plazo en la composición tanto del producto final, como de la fuerza de trabajo. En pocas palabras, el sector servicios, que ya era relevante, ha pasado a ser todavía más importante en las cuatro economías.

El gráfico 4 muestra un crecimiento estacionario del empleo en el sector servicios como proporción de la fuerza de trabajo total. La tendencia se remonta al menos a los años cincuenta y no es, por tanto, específica de la financiarización. Sin embargo, los datos no dejan lugar a dudas: el capitalismo financiarizado es, principalmente y cada vez más, una economía de servicios. El gráfico 4 indica también que tanto Japón como Alemania han mantenido una proporción más significativa de empleo en otros sectores, en consonancia con una fortaleza mayor de su sector secundario (mayoritariamente industrial). Este es un primer indicio de que la diferencia histórica entre el capitalismo anglo-americano y el japonés-alemán no ha desaparecido con la financiarización.

Gráfico 7.4. Empleo en el sector servicios como proporción de la fuerza de trabajo en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido



Fuente: Datos de la OCDE.

Nota: Alemania dispone de datos solo desde 1980.

Junto con este cambio de composición en favor de los servicios, hay dos aspectos más sobre la transformación de la fuerza de trabajo asociados a la financiarización que deben mencionarse. El primero es la desregulación sistemática del mercado de trabajo a partir de los años setenta y el crecimiento del trabajo temporal y del trabajo femenino[6]. El segundo es la completa transformación de la

[6] La bibliografía sobre la participación de las mujeres en el mercado de trabajo y la expansión del trabajo a tiempo parcial es extensa y tiene muchas dimensiones. A fin de considerar el empeoramiento de las condiciones en el momento en el que el trabajo a tiempo completo disminuía y la participación femenina pasaba a ser cada vez más pronunciada, véase Jill Rubery, «Part-Time Work: A Threat to

tecnología, concretamente la introducción de la inteligencia artificial y de las rápidas telecomunicaciones; su impacto en las prácticas laborales ha sido muy fuerte y ha conllevado el predominio de nuevas cualificaciones en el proceso de trabajo[7]. Además, las tecnologías de la información han permitido el trabajo fuera del horario laboral y han estimulado la vuelta del trabajo a destajo y subcontratado. Parece que durante los años de la financiarización se ha producido un cambio en el equilibro entre el trabajo remunerado y el no remunerado en favor del segundo[8]. En términos marxistas estándar, la financiarización ha venido acompañada probablemente de la intensificación del trabajo, así como del aumento del trabajo no remunerado. La intensificación

Labour Standards», en J. O'Reilly y C. Fagan (eds.), *Part-Time Prospects: An International Comparison of Part-Time Work in Europe, North America and the Pacific Rim*, Nueva York, Routledge, 1998; y Jill Rubery, Mark Smith y Colette Fagan, «National Working-Time Regimes and Equal Opportunities», *Feminist Economics,* núm. 4:1, 1998, pp. 71-101. Para un análisis de la intensificación de las condiciones de explotación mientras prevalecían estas tendencias, véase Rosemary Crompton y Fiona Harris, «Explaining Women's Employment Patterns», *British Journal of Sociology,* núm. 49:1, 1998, pp. 118-36. Irene Bruegel y Diane Perrons también confirman el empeoramiento de las condiciones de trabajo para las mujeres siempre y cuando prevaleciera el empleo flexible en «Deregulation and Women's Employment: The Diverse Experiences of Women in Britain», *Feminist Economics* 4:1, 1998, pp. 71-101. Susan Himelweit, por otro lado, ha analizado con más detalle el equilibrio entre el trabajo femenino remunerado y el no remunerado en un momento de aumento del empleo femenino («The Discovery of "Unpaid Work"», *Feminist Economics,* núm. 1:2, 1995). Para una perspectiva global de la interacción entre el empleo a tiempo parcial y la entrada de la mujer como fuerza de trabajo, véase Guy Standing, «Global Feminization Through Flexible Labor», *World Development,* núm. 17:7, 1989; y Guy Standing, «Global Feminization Through Flexible Labor: A Theme Revisited», *World Development,* núm. 27:3, 1999.

[7] Hay bastante bibliografía de la corriente dominante que argumenta que las nuevas tecnologías han alterado la naturaleza del trabajo al añadir activos organizativos intangibles al proceso de producción; véase Erik Brynjolfsson y Lorin Hitt, «Beyond Computation», *Journal of Economic Perspectives,* núm. 14:4, 2000; Brynjolfsson y Hitt, «Computing Productivity», MIT-Sloan Working Paper núm. 4210-01, 2003; Brynjolfsson, Hitt, y Shinkyu Yang, «Intangible Assets», Brookings Papers on Economic Activity. Macroeconomics, vol. 1, 2002; Timothy Bresnahan, Brynjolfsson, y Hitt, «Information Technology, Workplace Organization, and the Demand for Skilled Labor: Firm-Level Evidence», *Quarterly Journal of Economics,* núm. 117:1, 2002; Marshall Van Alstyne y Brynjolfsson, «Global Village or Cyber-Balkans», *Management Science*, 2004. Otros han analizado el cambio en la composición de las cualificaciones necesarias a causa de las nuevas tecnologías, incluso las de la banca; véase David Autor, Frank Levy, y Richard Murnane, «The Skill Content of Recent Technological Innovation», *Quarterly Journal of Economics*, núm. 118:4, 2003. Hay una superposición evidente con el debate paralelo, e incluso anterior, sobre el impacto de las nuevas tecnologías en el crecimiento de la productividad que se resume más adelante; véase, por ejemplo, Paul A. David, «The Dynamo and the Computer», *American Economic Review,* núm. 80:2, 1990; Timothy Bresnahan y Manuel Trajtenberg, «General Purpose Technologies: "Engines of Growth?"», NBER Working Paper núm. 4148, 1992; y Roy Radner, «The Organization of Decentralized Information Processing», *Econometrica,* núm. 61:5, 1993

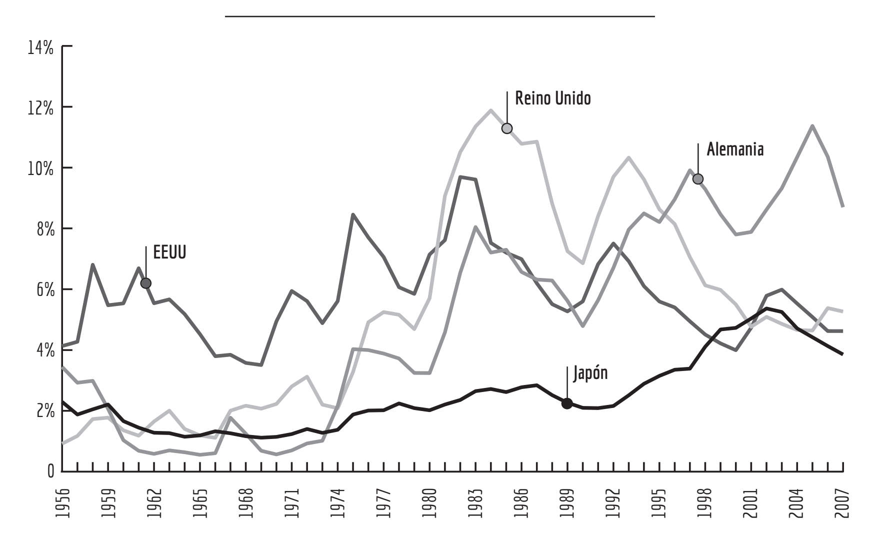
[8] Dentro de la tradición marxista, la teoría del proceso laboral —que se remonta al menos a Harry Braverman (*Labor and Monopoly Capital*, Nueva York, Monthly Review Press, 1974)— ha analizado el equilibrio entre el trabajo y el capital en el puesto de trabajo para establecer cambios en los patrones de explotación y la pérdida de cualificación del trabajo. A finales de los años setenta ya se demostró que la introducción de nuevas tecnologías llevaba a la pérdida de cualificación del trabajo, pero también a un nuevo equilibrio del poder en el área de producción, dado que el trabajo resistía y descubría nuevas maneras de enfrentarse a la administración. Véase Richard Edwards, *Contested Terrain: The Transformation of the Workplace in the Twentieth Century*, Nueva York, Basic Books, 1979; y Michael Burawoy, *Manufacturing Consent: Changes in the Labor Process Under Capitalism*, Chicago, University of Chicago Press, 1979. Sin embargo, Juliet Schor estimó que durante las últimas dos décadas en EEUU las horas de trabajo han aumentado en cantidad equivalente a un mes por año. Véase Juliet Schor, *The Overworked American: The Unexpected Decline of Leisure*, Nueva York, Basic Books, 1992.

causada por las nuevas tecnologías fue seguramente una razón importante de la desafección hacia el trabajo en los países desarrollados, junto con la pérdida de capacidad de elección sobre el empleo[9].

El débil crecimiento de la productividad

Sin embargo, la transformación de la fuerza de trabajo y la adopción de nuevas tecnologías en los países maduros no ha producido aumentos sostenidos y rápidos de la productividad del trabajo. Este es uno de los aspectos más prominentes de la financiarización como periodo histórico del desarrollo del capitalismo. Considérese, primero, la evolución de los niveles de la productividad del trabajo que se muestran en el gráfico 5. EEUU ha seguido estando por encima de los otros países, aunque Alemania y Japón han convergido gradualmente; el Reino Unido, en cambio, ha quedado definitivamente rezagado. En los cuatro países, se ha producido un crecimiento estacionario de la productividad, pero este no es el rasgo más importante de la evolución de la productividad durante este periodo.


Gráfico 7.5. Productividad del trabajo (PIB/horas trabajadas, niveles) en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido



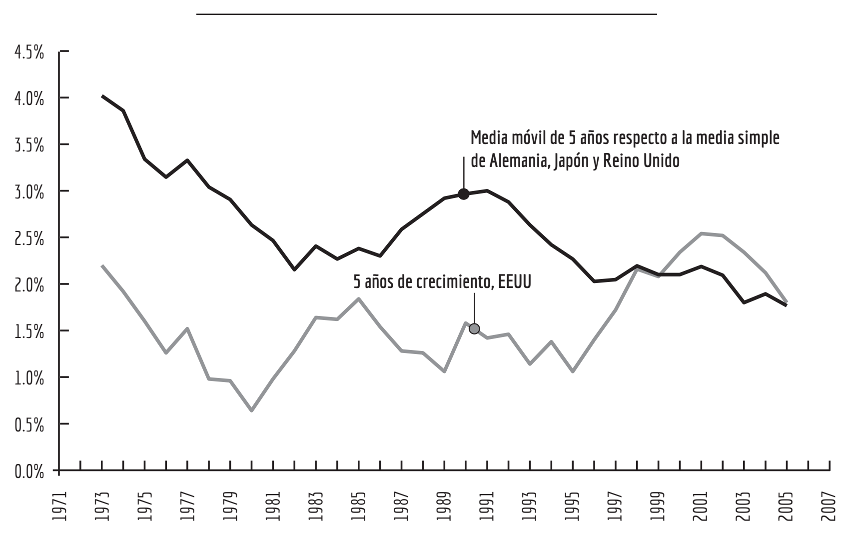
Fuente: Base de datos de la OCDE.

Nota: Para Alemania, las estimaciones del PIB por hora trabajada anteriores a 1991 se basan en los datos de Alemania occidental.

[9] Francis Green, *Demanding Work: The Paradox of Job Quality in the Affluent Economy*, Princeton, Princeton University Press, 2006; Francis Green y Nicholas Tsitsianis, «Can the Changing Nature of Jobs Account for National Trends in Job Satisfaction?», *Studies in Economics,* núm. 0406, Department of Economics, University of Kent, 2004; y Francis Green y Nicholas Tsitsianis, «An Investigation of National Trends in Job Satisfaction», *British Journal of Industrial Relations,* núm. 43:3, 2005.

Si se considera la tasa de crecimiento de la productividad, se hace evidente el problema subyacente. El gráfico 6 muestra las medias móviles (cinco años) del crecimiento de la productividad en los cuatro países. Se han generado así dos medias simples: una para Alemania, Japón y Reino Unido, y otra únicamente para EEUU. La razón para esto es el inusual comportamiento del crecimiento de la productividad en EEUU, lo cual tiene implicaciones importantes para la financiarización. Por tanto, el crecimiento de la productividad del trabajo en EEUU ha estado por debajo del resto durante la mayor parte del periodo, con la excepción del alza de mediados de los años noventa que fue perdiendo fuerza desde principios de los años 2000. Este alza fue debida a desarrollos concretos de EEUU, que se discutirán más adelante. Alemania, Japón y Reino Unido, por otro lado, han acabado por converger con los niveles históricamente menores de EEUU[10]. En conjunto, los cuatro países capitalistas líderes de la financiarización presentan una imagen de débil crecimiento de la productividad a pesar de la introducción de nuevas tecnologías, de la transformación de la fuerza de trabajo y de la reestructuración completa de sus economías.

Gráfico 7.6. Productividad del trabajo (PIB/horas trabajadas, tasas de crecimiento anuales)



Fuente: Base de datos de la OCDE.

Nota: Para Alemania, las estimaciones del PIB por hora trabajada antes de 1991 se basan en los datos de Alemania occidental.

[10] Esta afirmación se refiere más precisamente a Japón y a Alemania, que han tenido históricamente mayores tasas de crecimiento de la productividad. Reino Unido, en cambio, ha ido por lo general más rezagada. Sin embargo, incluir Reino Unido con los otros dos países no afecta a la esencia del argumento.

El crecimiento de la productividad del trabajo es un factor de una importancia decisiva a la hora de caracterizar los periodos históricos del desarrollo capitalista. Marx consideró la productividad del trabajo como un factor fundamental en la determinación de la generación de plusvalía (ganancias), y, por tanto, de la competencia capitalista y de la tasa de ganancias[11]. Si la duración de la jornada laboral viene dictada por las prácticas institucionales y el equilibrio de la lucha de clases (incluido el sistema legal), y los salarios nominales están dados, entonces los capitalistas podrían mejorar la competitividad bien mediante el aumento de la productividad, bien mediante la intensificación del trabajo. De entre las dos opciones, el aumento de la productividad es de lejos la más sostenible a medio y largo plazo. El método para aumentar la productividad a largo plazo lo constituye, a su vez, el desarrollo y la introducción sistemática de nuevas tecnologías. Así, Marx fue el primero de los grandes economistas en estudiar en profundidad el cambio técnico y la evolución de la tecnología[12].

Se podría esperar que, permaneciendo el resto constante, los aumentos sostenidos de la productividad a través de la introducción de nuevas tecnologías tuvieran efectos importantes sobre la rentabilidad. Si la productividad aumenta, la competitividad evidentemente aumenta, porque el valor (por unidad) de la mercancía producida disminuye. Si la caída del valor se expande a las mercancías que forman parte de la canasta de bienes salariales, entonces los salarios reales también disminuyen con el tiempo; y, en consecuencia, la tasa de ganancia aumenta. En otras palabras, los aumentos sostenidos a largo plazo de la productividad alterarán el equilibrio entre salarios y ganancias en favor de estas últimas. El impacto beneficioso en la rentabilidad ocurre incluso a pesar de que las mejoras de la productividad permitan que los trabajadores tengan acceso a una cantidad mayor de bienes salariales (más baratos).

El crecimiento de la rentabilidad tendría importantes implicaciones para el crecimiento futuro, dado que una proporción mayor del producto se acumularía en forma de ganancias. Desde la perspectiva de la economía política clásica y del marxismo, sin embargo, el impacto beneficioso del aumento de la productividad en el crecimiento no debe ser entendido en términos de la motivación y de los cálculos del capitalista individual. El impulso del crecimiento no es el resultado de que los capitalistas opten, por ejemplo, por aumentar la inversión con la expectativa de mayores ganancias gracias al crecimiento de la productividad. Según Marx —y también Ricardo—, el argumento es que si la clase capitalista acumula una proporción mayor del producto en forma de ganancias, entonces se

[11] Véase, por ejemplo, Marx, *Capital*, cit., vol. 1, pp. 647-648 y 752-753.
[12] Téngase en consideración, por ejemplo, el importante capítulo 15 sobre «Machinery and Large Scale Industry» (ibídem, pp. 492-639).

produce un control mayor sobre los recursos necesarios para apoyar los planes de inversión. El campo de la inversión se expande para los capitalistas, de modo que permite la reproducción a escala ampliada, alentando la acumulación y estimulando la tasa de crecimiento, permaneciendo el resto constante. El efecto real en el crecimiento depende claramente de un conjunto de factores diversos, entre los que se encuentran la disponibilidad de trabajo asalariado y la expansión de la demanda agregada[13].

La innovación tecnológica y los métodos novedosos de organización del trabajo son capaces de aumentar la productividad y han caracterizado los periodos de la historia del capitalismo en los que el crecimiento ha sido más dinámico. La introducción de nuevas técnicas de producción de acero y químicos, por ejemplo, fue importante para los aumentos de productividad que se dieron en el periodo de crecimiento que empezó en la década de 1890 y duró hasta el estallido de la Primera Guerra Mundial. Los nuevos métodos de producción en masa, las nuevas materias primas y la generalización de la electrificación fueron los instrumentos para los aumentos de la productividad que se dieron durante el largo *boom* de después de la Segunda Guerra Mundial. En cambio, las nuevas tecnologías y los cambios en la organización del trabajo durante los años de la financiarización no han resultado en un crecimiento sostenido de la productividad en los países maduros. El débil crecimiento de la productividad realza los resultados mediocres del crecimiento del PIB durante este último periodo, como se muestra en el gráfico 2.

Si se mira más detenidamente el gráfico 6, desde mediados de los años setenta hasta mediados de los años noventa, el crecimiento de la productividad ha sido en general nulo o negativo, incluso en EEUU, el país líder de este periodo en la introducción de nuevas tecnologías[14]. Robert Solow observó que

---

[13] Para un análisis clásico sobre esto, véase M. Dobb, *Studies in the Development of Capitalism*, Londres, Routledge and Kegan Paul, 1946, pp. 285-300. Shaikh ha destacado que en el esquema de reproducción de Marx, la tasa de crecimiento máxima es la tasa de ganancia, ya que el máximo crecimiento sostenible tiene lugar cuando todas las ganancias son reinvertidas. Sobre esta base, Shaikh ha propuesto una «ratio de rendimiento», que es la ratio entre la tasa de crecimiento real y la tasa de crecimiento máximo como un indicador del grado de realización del crecimiento potencial de una economía. Véase Anwar Shaikh, «Explaining Inflation and Unemployment: An Alternative to Neoliberal Economic Theory» en Andriana Vlachou (ed.), *Contemporary Economic Theory*, Londres, Macmillan, 1999.

[14] La medición de la productividad es conceptualmente conflictiva, especialmente en el sector de los servicios. Según la teoría marxista, la productividad se mide principalmente a través del producto físico por trabajador, pero también puede medirse por los insumos físicos por trabajador, en la medida en que el trabajo transforma los insumos en productos. Hay problemas irremediables al agregar distintos valores de uso, como es bien apreciado por la teoría económica dominante; para una discusión sobre esto, véase Zvi Griliches, «Productivity, R&D, and the Data Constraint», *American Economic Review* 84:1, 1994. Cabe mencionar que, a diferencia de los países europeos, EEUU utiliza índices hedónicos para deflactar las series de precios y esto podría crear complicaciones cuando se considera el producto de las nuevas tecnologías; véase Jack Triplett, «High-Tech Industry Productivity and Hedonic Price Indices», *OECD Proceedings*, 1996. Aquí las nuevas tecnologías plantean un problema intratable: si, por ejemplo, se considera

«puedes ver la era de los ordenadores en todas partes menos en las estadísticas de productividad» y su ocurrencia pasó a denominarse «la paradoja de Solow», una característica de la nueva era[15]. Sin embargo, después de 1995 se produjeron mejoras tecnológicas significativas en la industria de los microprocesadores y esto pareció materializarse en un crecimiento de la productividad más acelerado en la economía de EEUU. En relación con la validez de este aumento, tuvo lugar un debate dentro de la economía dominante de la segunda mitad de los años noventa. Unos afirmaban que el crecimiento representaba un avance en el aumento de productividad gracias a la difusión de las nuevas tecnologías; otros argumentaban que el crecimiento era debido en gran parte al rápido crecimiento de la industria de las TIC (tecnologías de la información y la comunicación) y reflejaba el desarrollo de un sector y no una dinámica general en el crecimiento de la productividad[16].

A principios de los años dos mil se aceptaba ampliamente que en torno a 1995 había tenido lugar un salto en EEUU y el crecimiento de la productividad había alcanzado los elevados niveles de los años cincuenta y sesenta. El estímulo estaba dirigido, aparentemente, por un crecimiento de la productividad extremadamente rápido en la industria de los microprocesadores lo que causó una drástica caída de los precios de las nuevas tecnologías a mediados de los noventa, de tal modo que indujo a un crecimiento de la inversión en las tecnologías de la información en la segunda mitad de la década. Los economistas afirmaron que la creciente inversión en tecnologías de la información había supuesto, como poco, aumentos significativos en la productividad de los sectores que producían y utilizaban estas tecnologías. Se afirmó incluso con mayor vehemencia que el sector servicios había empezado también a responder a las nuevas tecnologías, aumentando así notablemente su productividad, principalmente en el comercio mayorista, minorista y financiero (aunque no en la banca). Presumiblemente, la transformación de la productividad tenía fundamentos sólidos; se había encontrado una cura para la «enfermedad de Baumol», es decir, para la tendencia del sector servicios a registrar un débil crecimiento de la productividad[17].

---

que el «producto» de los ordenadores ha aumentado porque los ordenadores son más potentes y tienen más funciones (lo que se refleja en los índices hedónicos), entonces debería considerarse que el producto total y el producto de los minoristas ha aumentado. De modo que el producto del sector servicios aumentaría a pesar de que los minoristas continuaran haciendo exactamente lo que siempre hacen: vender un número determinado de cajas de ordenadores por periodo.

[15] Robert Solow, «We'd Better Watch Out», *Review of Manufacturing Matters*; Stephen S. Cohen y John Zysman, *New York Times*, 12 de julio de 1987.

[16] Los principales representantes de la primera visión son Stephen Oliner, Daniel Sichel, Dale Jorgenson, Kevin Stiroh, Mun S. Ho, y William Nordhaus; en el lado opuesto estaba principalmente Robert J. Gordon; véase también Ian Dew-Becker y Robert J. Gordon, «Where Did the Productivity Growth Go? Inflation Dynamics and the Distribution of Income», NBER Working Paper, núm. 11842, 2005.

[17] Jack Triplett y Barry Bosworth, «Productivity in the Services Sector», Brookings Economics Papers, enero de 2000; Jack Triplett y Barry Bosworth, «What's New About the New Economy? IT, Economic Growth and Productivity», *International Productivity Monitor*, vol. 2, 2001, pp. 19-30.

Los estudios de la economía dominante en relación con el crecimiento de la productividad comprenden por lo habitual artículos econométricos a nivel macro que se dedican a la contabilidad del crecimiento[18]. Los argumentos se basan en general en la productividad total de los factores (PTF): los residuos econométricos de la contabilidad del crecimiento, que es un concepto muy diferente al de la productividad del trabajo. La PTF da muchos problemas a la hora de explicar los movimientos a nivel macro de la productividad, en particular porque es un residuo y, por tanto, es por definición «inexplicable». Sin embargo, hay estudios a nivel micro (de empresas), especialmente en EEUU, que han explicado que el crecimiento de la productividad asumió, de hecho, una trayectoria ascendente a finales de los noventa. La explicación habitual fue que los ordenadores favorecieron la contratación de licenciados universitarios altamente cualificados y estos mejoraron las prácticas organizativas dentro de las empresas. Según algunos de estos estudios, los ordenadores podrían producir incluso un «capital intangible», que estaría relacionado con algún «producto intangible» como, por ejemplo, un mejor servicio o una elección más variada. La revolución tecnológica y la productividad en EEUU a finales de los noventa parecía tener resultados verdaderamente extraordinarios[19].

Sin embargo, incluso en el momento álgido del periodo correspondiente al «milagro de la productividad», era evidente que el presunto éxito de las nuevas tecnologías se limitaba a EEUU. Este resultado desconcertó a los teóricos de la economía dominante, ya que las tecnologías de la información se habían extendido de forma parecida en Europa y allí el crecimiento de la productividad no había mostrado signos de mejora. El caso más embarazoso fue el de Reino Unido, que registró sustanciales inversiones en tecnologías de la información a finales de los noventa e impulsó la desregulación de los mercados de trabajo durante esos años, al tiempo que el crecimiento de la productividad fue realmente mediocre[20]. Quizás las empresas estadou-

[18] Véase, por ejemplo, John Fernhald y Shanthi Ramnath, «The Acceleration in US Total Factor Productivity After 1995: The Role of Information Technology», *Economic Perspectives,* núm. 28:1, 2004, pp. 52-67; o Peter B. Meyer y Michael J. Harper, «Preliminary Estimates of Multifactor Productivity Growth», *Monthly Labour Review,* núm. 125:6, junio de 2005.

[19] Algunos incluso afirmaron que el crecimiento del mercado bursátil en EEUU, a finales de los noventa, plasmaba de algún modo un capital electrónico misterioso al tiempo que se producían evaluaciones enormemente infladas del sector de las nuevas tecnologías (Hall 2001, 2002). El consiguiente *crack* de 2000-2001 hizo ver las cosas desde una perspectiva bastante distinta.

[20] Susanto Basu, John Fernald, y Matthew Shapiro, «Productivity Growth in the 1990s: Techology, Utilization, or Adjustment», C*arnegie-Rochester Conference Series on Public Policy,* núm. 55, 2001, pp. 117-65; Susanto Basu, John Fernald, Nicholas Oulton y Sylaja Srinivasan, «The Case of the Missing Productivity Growth», Working Paper, núm. 2003–08, Federal Reserve Bank of Chicago, 2003; Mary O'Mahony y Bart van Ark (eds), *EU Productivity and Competitiveness: An Industry Perspective*, Luxemburgo, Office for Official Publications of the European Communities, 2003; Robert J. Gordon, «Why Was Europe Left at the Station when America's Productivity Locomotive Departed?», NBER Working Paper, núm. 10661, 2004; Nick Bloom, Raffaella Sadun y John van Reenen, «It Ain't What You Do It's The Way That You Do I. T.», Centre for Economic Performance, London School of Economics, 2005.

nidenses habían encontrado un misterioso modo de conseguir un mayor crecimiento de la productividad a partir de las mismas tecnologías. Lo que se enfatizó mucho menos en estos debates fue que el crecimiento de la productividad en las manufacturas *per se,* dejando de lado el sector de la información, no había mostrado el mismo dinamismo, ni siquiera en EEUU.

A finales de los años dos mil y después de que la crisis de 2007 se manifestara por completo, se reveló que no había habido tal «milagro de la productividad», ni en EEUU ni en ningún otro lugar. Los fuertes aumentos de la productividad de finales de los noventa estaban asociadas con el *boom* de la inversión en nuevas tecnologías que, en parte, condujo a la burbuja del mercado bursátil de 1999-2000. En la segunda mitad de los años dos mil, el crecimiento de la productividad en EEUU y en los otros tres países no mostró ningún signo de vitalidad excepcional. Las alzas registradas en la última mitad de los años dos mil parecían estar más relacionadas con la reducción del empleo y con otras medidas de «eficiencia» que con el progreso tecnológico. La financiarización muestra de nuevo un crecimiento de la productividad débil; quizás, después de todo, no se haya encontrado la cura para la «enfermedad de Baumol»[21].

El crecimiento de la desigualdad

Durante el periodo de la financiarización se han producido también serios cambios en la distribución de la renta, cuyas variaciones son notables entre los distintos países maduros. En general, la desigualdad ha aumentado, pero también de manera diferente en cada país, en función de la composición de la fuerza de trabajo, las prácticas laborales y los patrones de crecimiento de la productividad, así como de la concentración de la

[21] Una vez pasados los años dos mil, ambas partes del debate estuvieron efectivamente de acuerdo en que no había habido un milagro de la productividad; véase Dale Jorgenson, Mun S. Ho y Kevin Stiroh, «Projecting Productivity Growth: Lessons from the US Growth Resurgence», *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, 2002; Robert J. Gordon, «Revisiting the US Productivity Growth over the Past Century with a View of the Future», NBER Working Paper, núm. 15834, marzo de 2010; Robert J. Gordon, «The Evolution of Okun's Law and of Cyclical Productivity Fluctuations in the United States and in the EU-15», junio de 2011; véase también Lawrence Mishel y Kar-Fai Gee, «Why Aren't Workers Benefiting from Labour Productivity Growth in the United States?», *International Productivity Monitor,* núm. 23, primavera de 2012. El cambio de perspectiva ha sido tan fuerte que Gordon ha dicho que EEUU se prepara para un largo periodo de bajo crecimiento o en todo caso que la experiencia histórica de un crecimiento sostenido a largo plazo se daba por finiquitada («Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds», NBER Working Paper, núm. 18315, 2012). Según Gordon, las nuevas tecnologías han tenido presumiblemente un impacto muy débil en la productividad, en comparación con los cambios «excepcionales» del siglo XIX, como la urbanización o el agua corriente. Este argumento pesimista lleva el materialismo a los extremos más cruentos. El impacto de las nuevas tecnologías en la productividad también depende de las condiciones sociales en las que tiene lugar el despliegue de las tecnologías y estas, desafortunadamente, han estado muy marcadas por el ascenso y consolidación de las finanzas.

riqueza, del funcionamiento del sistema impositivo y del marco político e institucional. La desigualdad parece haber crecido más en los países anglosajones, precisamente donde la financiarización ha sido más contundente.

Existen muchos trabajos empíricos sobre la distribución de la renta personal, que han generado series de datos de los países desarrollados; el centro de atención han sido las rentas más altas, tanto en forma de remuneraciones (sueldos y salarios), como de otro tipo (activos de capital)[22]. En los años de entreguerras, la participación en la renta nacional de las capas más ricas de la población cayó drásticamente, permaneciendo baja hasta los años setenta. La fuerte presión impositiva sobre las rentas del capital y los bienes inmuebles fue un factor decisivo para evitar que la participación de los ricos en la renta nacional aumentara. Desde los años setenta, sin embargo, esta tendencia se ha revertido con firmeza, especialmente en el mundo anglosajón y algo menos en Alemania y Japón.

Se ha producido un crecimiento pronunciado de la desigualdad de la renta en EEUU, facilitado por un régimen impositivo laxo para los ricos característico del ascenso del neoliberalismo. Es sorprendente que el aumento de la desigualdad de la renta se haya dado principalmente a través de las remuneraciones (sueldos y salarios), a menudo en forma de opciones de compra sobre acciones y otros rendimientos financieros. Las ganancias financieras parecen haber sido un mecanismo importante para el enriquecimiento de las capas superiores de la distribución, pero no ha supuesto un retorno de los rentistas de principios del siglo XX. La participación en la renta del 1 % más rico en EEUU y Reino Unido ha crecido de forma dramática después de los años ochenta, aproximándose a los niveles de los años veinte y treinta. Si las ganancias de capital (una de las formas más importantes de ganancia financiera) se incluyeran también en las estadísticas, es probable que la participación en la renta del 1 % más rico de EEUU haya alcanzado niveles sin precedentes.

---

[22] Véase alguno de estos trabajos, Thomas Piketty y Emmanuel Saez, «Income Inequality in the United States, 1913-1998», *Quarterly Journal of Economics,* núm. 118:1, 2003, pp. 1-39; Thomas Piketty y Emmanuel Saez, «The Evolution of Top Incomes: A Historical and International Perspective», *American Economic Review,* núm. 96:2, 2006, pp. 200-205; Thomas Piketty, «Income Inequality in France, 1901-1998», *Journal of Political Economy,* núm. 111:5, 2003, pp. 1004-1042; Thomas Piketty, «Top Incomes over the Twentieth Century: A Summary of Main Findings», en A. B. Atkinson y Thomas Piketty (ed.), *Top Incomes over the Twentieth Century: A Contrast between Continental European and English-Speaking Countries,* Oxford, Oxford University Press, 2007, pp. 1-17; Emmanuel Saez, «Income y Wealth Concentration in a Historical and International Perspective» en Alan Auerbach, David Card, y John M. Quigley (eds.), *Public Policy and the Income Distribution*, Nueva York, Russell Sage Foundation, 2006, pp. 221-258; Facundo Alvaredo y Emmanuel Saez, «Income and Wealth Concentration in Spain from a Historical and Fiscal Perspective», *Journal of the European Economic Association,* núm. 7:5, 2009, pp. 1140-1167; Anthony Atkinson, Thomas Piketty y Emmanuel Saez, «Top Incomes in the Long Run of History», *Journal of Economic Literature,* núm. 49:1, 2011, pp. 3-71.

Estos resultados sobre la distribución personal de la renta contradicen la ley de la desigualdad de Kuznets en el curso del desarrollo capitalista, que sigue siendo la base del análisis empírico sobre esta cuestión[23]. Kuznets esperaba que la desigualdad aumentara en las primeras etapas de la industrialización a medida que los ingresos asociados a la producción capitalista crecían más rápido que los de la agricultura; sin embargo, a medida que el capitalismo madurara, la desigualdad daría marcha atrás. Parece que la ley de Kuznets se ha invertido a lo largo de la financiarización, cuando el neoliberalismo llegó a dominar la esfera ideológica: la trayectoria de la desigualdad ha tomado forma de U durante el siglo XX[24].

El aumento de la desigualdad personal de la renta ha estado relacionado con las prácticas financieras de las grandes empresas no financieras; concretamente, estas empresas han participado cada vez más en los mercados financieros abiertos, incrementando sus competencias financieras. La ideología de estas prácticas ha sido provista por el «valor accionarial», que se discutió brevemente en los capítulos 2 y 6. El impacto del valor accionarial sobre la distribución de la renta parece haber sido sustancial, teniendo en cuenta la tendencia característica de remunerar a los gestores a través de instrumentos financieros. Las opciones de compra sobre las acciones tienden a aumentar su valor cuando los precios de las acciones suben, animando así a los gestores para que distribuyan los aumentos a corto plazo de los precios de las acciones. Entre sus políticas podían encontrarse la recompra de acciones de su propia empresa o el reparto de mayores dividendos. Sobre esta base, parece que la financiarización ha tenido un efecto nocivo sobre el desempeño de las empresas no financieras y en particular sobre la inversión productiva.

Lazonick, el principal investigador en este campo, ha ofrecido estimaciones empíricas sobre estas prácticas en algunas de las empresas estadounidenses más grandes durante los años de la financiarización[25]. El valor de las recompras de acciones aumentó de forma dramática a lo largo de la burbuja de los años dos mil, en parte debido al crecimiento del precio de las mismas, pero principalmente debido a un crecimiento sostenido del volumen de recom-

---

[23] Simon Kuznets, «Economic Growth and Income Inequality», *American Economic Review*, núm. 45:1, 1955.

[24] Branko Milanovic ha producido trabajos innovadores que calculan la desigualdad mundial a través de la medición de la desigualdad dentro de los países y entre países. El 10 % más alto de la distribución de la renta en un país pobre en desarrollo debe tener, después de todo, un porcentaje medio de la renta menor que el 10% más pobre de un país desarrollado rico. Parece que los años de financiarización han sido testigos de la agudización de la desigualdad mundial aunque las tendencias puedan variar. Véase Milanovic, *Worlds Apart: Measuring International and Global Inequality*, Princeton University Press, 2005; y Milanovic «Global Income Inequality: What Is It and Why It Matters?», DESA Working Paper, núm. 26, 2006.

[25] William Lazonick, «The Fragility of the US Economy: The Financialized Corporation and the Disappearing Middle Class», en Dan Breznitz y John Zysman (eds.), *The Third Globalization*, Oxford, Oxford University Press, 2013.

pras que hacían las empresas. La proporción de recompras sobre la renta neta de estas empresas ha aumentado mucho durante la burbuja, al igual que el valor de los dividendos. En pocas palabras, las empresas no financieras han utilizado las técnicas y habilidades financieras para llevar a cabo una transferencia de valor a través del mercado bursátil, una parte del cual ha acabado en manos de los gestores. Así es como la financiarización de las empresas no financieras ha afectado a la distribución de la renta en EEUU.

El aumento de la desigualdad en la distribución personal de la renta es, sin embargo, una tendencia tan amplia y general que no puede ser explicada únicamente a través de la expropiación financiera y de otras formas de generación de ganancias. La esfera de la distribución depende de las esferas de la producción y de la circulación; el fenómeno de la distribución está relacionado con las tendencias subyacentes a la reestructuración organizativa y tecnológica de la producción y de la circulación. La corriente de la economía dominante aprecia esta relación, como se muestra en sus debates sobre la desigualdad. La aproximación que ha prevalecido relaciona el aumento de la desigualdad con el cambio en la composición y las cualificaciones de la fuerza de trabajo. Dado que el aumento de la desigualdad en el periodo de la financiarización ha estado principalmente relacionado con la renta, y no con la riqueza, podría afirmarse que la desigualdad se ha dado por diferencias en las cualificaciones, lo que plasmaría los cambios subyacentes en las fuerzas de producción.

En los años ochenta y noventa se argumentó, así, que la transformación de la producción y de la circulación favorecía los sectores que requieren una cualificación relativamente alta, de tal modo que la valoración de la cualificación habría exacerbado la desigualdad entre los trabajadores. El sesgo del progreso tecnológico por los empleos con mayor cualificación fue considerado como la principal causa del aumento de la desigualdad[26]. Sin embargo, el efecto de este sesgo, caso de existir, dependería de la oferta de trabajadores cualificados y por tanto de los sistemas educativos y de formación profesional. Se ha argumentado así que el rápido cambio tecnológico de los años ochenta y noventa en los campos de la tecnología de la información y de las telecomunicaciones sobrepasó la capacidad de respuesta del sistema educativo, aumentando a la vez la remuneración del trabajo cualificado y el desempleo[27].

---

[26] Edward Anderson, «Openness and Inequality in Developing Countries: A Review of Theory and Recent Evidence», *World Development,* núm. 33:7, 2005; Ann Harrison, John McLaren y Margaret McMillan, «Recent Perspectives on Trade and Inequality», *Annual Review of Economic*s, núm. 3, 2011.

[27] David Card y Thomas Lemieux, «Can Falling Supply Explain the Rising Return to College for Younger Men? A Cohort-Based Analysis», *Quarterly Journal of Economics,* núm. 116:2, 2001; Claudia Goldin y Lawrence F. Katz, *The Race Between Education and Technology*, Cambridge (MA), Belknap Press of Harvard University Press, 2008.

De todos modos, la transformación de la fuerza de trabajo y los patrones de desigualdad asociados a ella han producido fenómenos mucho más complejos a medida que se consolidaba la financiarización. El patrón que ha surgido en los países maduros en los años dos mil no es la simple oposición entre, por un lado, unos trabajadores cualificados y bien pagados y, por otro, unos trabajadores poco cualificados y mal pagados. A medida que la financiarización avanzaba la posición de los sectores de rentas medias se ha ido debilitando. Los deciles superior e inferior de la distribución de la renta, al menos en EEUU, han evolucionado mejor que los deciles intermedios. Parece que la remuneración de los trabajadores muy cualificados y los poco cualificados ha mejorado a diferencia de lo que ha ocurrido con la remuneración de los trabajadores con cualificaciones medias[28]. Los factores que han contribuido a estas tendencias son muy complejos y no pueden reducirse sencillamente y por completo al cambio técnico, a la introducción de las nuevas tecnologías.[29] Los aspectos más generales del equilibrio entre el capital y el trabajo en el puesto de trabajo también deben tenerse en cuenta, así como también el marco político e institucional de la distribución de la renta en los años de financiarización.

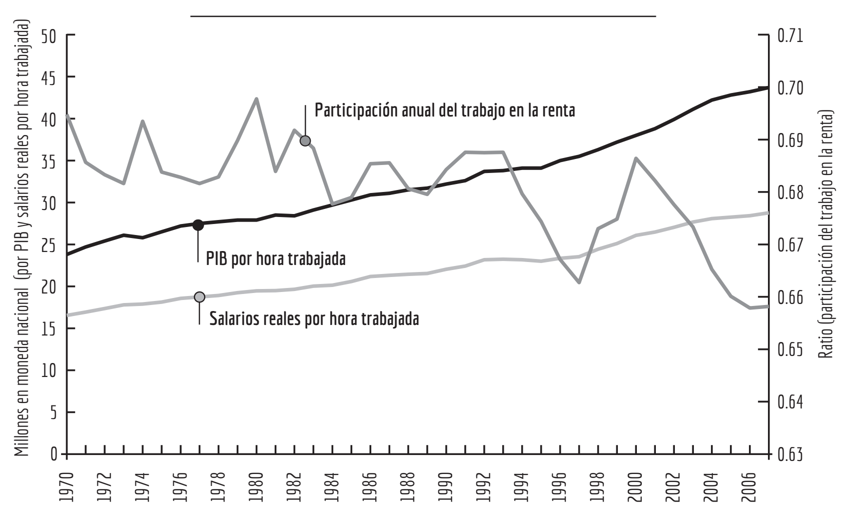
Por último, la evidencia sobre la distribución funcional de la renta entre capital y trabajo podría aportar una perspectiva todavía más amplia sobre el aumento de la desigualdad. A lo largo del periodo de financiarización en los países maduros se ha producido un empeoramiento uniforme de la posición del trabajo respecto al capital. Considérense los gráficos 7-10, que resumen la posición relativa del capital y el trabajo en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido. Cada gráfico muestra, primero, la participación anual de los salarios en la renta nacional, segundo, el PIB por hora trabajada y, tercero, el salario real por hora trabajada. Las tres variables no están directamente relacionadas entre sí y es necesario ser cautelosos a la hora de sacar conclusiones. Aun así, los gráficos expresan la evolución de la división de la renta nacional entre capital y trabajo, de la productividad y de los salarios reales en cada uno de los cuatro países.

---

[28] Esto se llama a menudo «polarización»; véase David Autor, Lawrence Katz y Melissa Kearney, «The Polarization of the US Labor Market», *American Economic Review,* núm. 96:2, 2006; y Daron Acemoglu y David Autor, «What Does Human Capital Do? A Review of Goldin and Katz'sm *The Race Between Education and Technology*», NBER Working Paper, núm. 17820, febrero de 2012.

[29] Esto es lo que Autor y Dorn trataron de hacer al afirmar que los ordenadores habían destruido puestos de trabajos de trabajadores con cualificaciones medias, lo que les llevó a tener trabajos peor pagados. David Autor y David Dorn, «The Growth of Low Skill Service Jobs and the Polarization of the US Labor Market», Cambridge (MA), MIT Department of Economics, 2012. Sin embargo, el impacto de los ordenadores sobre las cualificaciones (y la productividad) no está nada claro, como se explicó en la sección anterior.

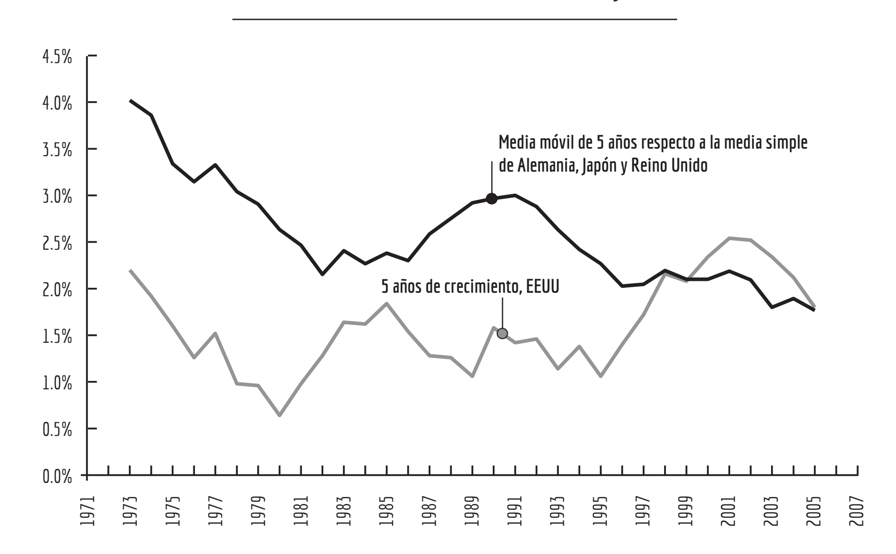
Gráfico 7.7. Participación del trabajo en la renta, PIB / hora trabajada, salarios reales / hora trabajada en EEUU



Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos de la OCDE.

Nota: Los datos sobre la participación del trabajo en la renta son estimaciones para Alemania entre 1970 y 1990, Japón entre 1970 y 1995, y EEUU entre 1970 y 1986.

Gráfico 7.8. Participación del trabajo en la renta, PIB/hora trabajada, salarios reales/hora trabajada en Japón



Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos de la OCDE.

Nota: Los datos sobre la participación del trabajo en la renta son estimaciones para Alemania entre 1970 y 1990, Japón entre 1970 y 1995, y EEUU entre 1970 y 1986.

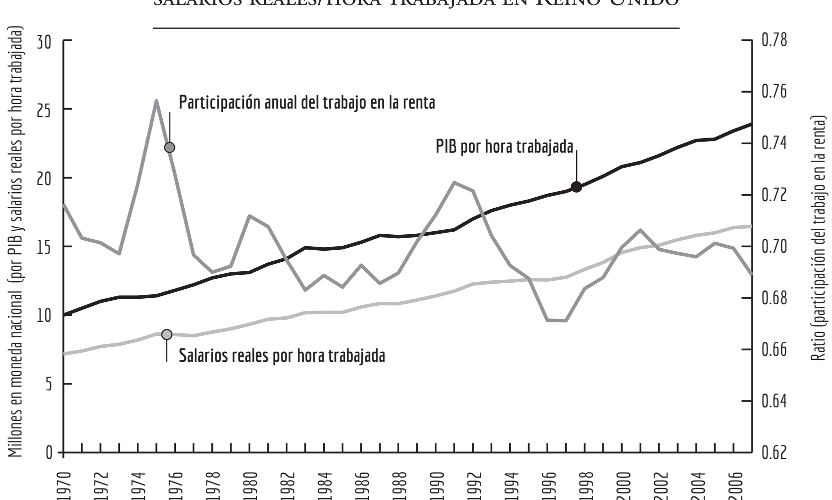
Gráfico 7.9. Participación del trabajo en la renta, PIB/hora trabajada, salarios reales/hora trabajada en Alemania

Millones en moneda nacional (por PIB y salarios reales por hora trabajada)
Ratio (participación del trabajo en la renta)
Participación anual del trabajo en la renta
PIB por hora trabajada
Salarios reales por hora trabajada

Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos de la OCDE.

Nota: Los datos sobre la participación del trabajo en la renta son estimaciones para Alemania entre 1970 y 1990, Japón entre 1970 y 1995, y EEUU entre 1970 y 1986.

Gráfico 7.10. Participación del trabajo en la renta, PIB/hora trabajada, salarios reales/hora trabajada en Reino Unido



Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos de la OCDE.

Nota: Los datos sobre la participación del trabajo en la renta son estimaciones para Alemania entre 1970 y 1990, Japón entre 1970 y 1995, y EEUU entre 1970 y 1986.

El trabajo ha perdido cuota de participación en la renta en los cuatro países a lo largo de la financiarización. La caída más pronunciada de la participación del trabajo se ha producido en Japón, seguido por Alemania: al parecer mantener la fuerza industrial ha tenido el coste de favorecer las ganancias en la distribución de la renta nacional. La caída de la participación del trabajo también se ha dado en EEUU y en Reino Unido, con un carácter muy cíclico. Sin embargo, parte del retroceso del trabajo en Reino Unido parece haberse revertido en los años dos mil. Durante el mismo periodo, la productividad medida por el PIB real por hora trabajada ha continuado aumentando en los cuatro países. Sin embargo, los salarios reales por hora trabajada han mostrado un aumento mucho menos pronunciado —la distancia entre ambas líneas se ha ampliado progresivamente, especialmente en Japón y Alemania. La divergencia entre estas es otro indicio del empeoramiento de la posición del trabajo en el curso de la financiarización.

El aumento de la desigualdad de la renta y la retracción del trabajo durante las últimas tres o cuatro décadas son fenómenos muy complejos. Están relacionados con el cambio en la composición de la fuerza de trabajo en favor del sector servicios, con el cambio en las cualificaciones necesarias para los nuevos puestos de trabajo y con la transformación general de la fuerza de trabajo; también están relacionados con la presión a la baja sobre los salarios reales a lo largo de este periodo, asociada a la desregulación del mercado de trabajo y al cambio de las prácticas institucionales en el puesto de trabajo. El aumento del desempleo, mostrado en el gráfico 3, ha actuado como una fuerza disciplinaria sobre los trabajadores activos durante el periodo de la financiarización. Por último, la dominación de la ideología neoliberal en el diseño de las políticas también ha contribuido a la retracción del trabajo durante este periodo.

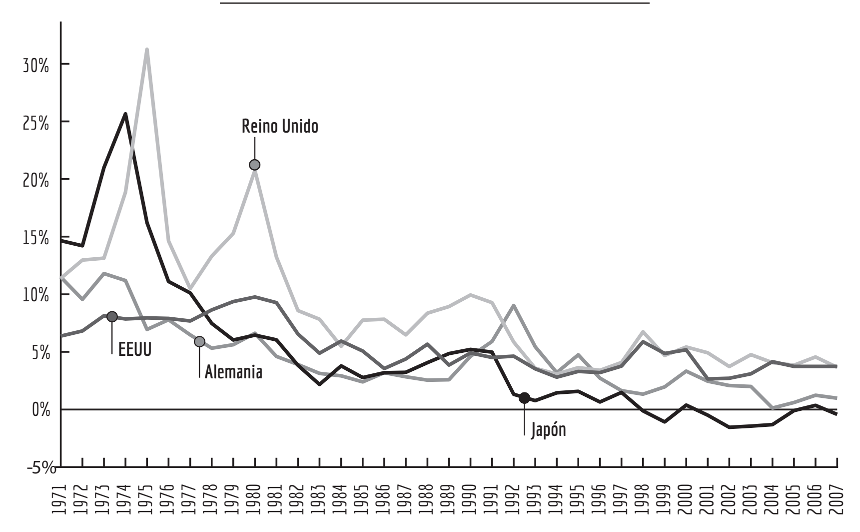
En el gráfico 11, a través la evolución de la tasa de crecimiento anual de la remuneración del trabajo por unidad de factor trabajo, se hace evidente el papel disciplinario que tiene el avance del capital con relación al trabajo. Se ha producido una caída sostenida de la tasa de crecimiento de la remuneración del trabajo y una reducción de la amplitud de sus movimientos cíclicos a lo largo de las décadas de la financiarización. Desde principios de los años ochenta en adelante, el capital parece haber tenido ventaja respecto al trabajo en los cuatro países.

El trasfondo distributivo de la financiarización, en tanto periodo de cambio del capitalismo maduro, puede ser ahora resumido de forma simple: el capital ha logrado apropiarse del grueso de los aumentos de la producción derivados del crecimiento de la productividad, a pesar de que esta no ha gozado de mucho dinamismo. Durante este periodo, las capas

superiores de la distribución de la renta han aumentado enormemente su control sobre la renta agregada, mientras que las capas medias han padecido pérdidas. Algunos mecanismos han hecho posible que el capital y los ricos se apropiaran de un porcentaje creciente de la riqueza social en el curso de la financiarización, a menudo de manera diferente en cada país aunque con frecuencia gracias a procesos financieros.

La remuneración a través de los activos financieros, todavía en forma de salario, ha marcado el crecimiento de los ingresos de los ricos. Las ganancias financieras han sido una palanca importante para el aumento de la desigualdad en los años de la financiarización; el marco para esta extracción se examina con mayor detalle en los capítulos 8 y 9. Las siguientes secciones del capítulo consideran el «canal» de la acumulación mediante la discusión del papel del Estado a fin de facilitar el crecimiento de las ganancias financieras en los años de la financiarización.

Gráfico 7.11. Tasa de crecimiento de la remuneración del trabajo en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido



Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos de la OCDE.

Nota: Los datos sobre la remuneración del trabajo del trabajo son estimaciones para Alemania entre 1971 y 1990, Japón entre 1971 y 1995, y Reino Unido entre 1971 y 1979. Las tasas de crecimiento se calculan con el método logarítmico.

El Estado da forma al «canal» de la acumulación financiarizada

Los rasgos fundamentales de la intervención del Estado en las finanzas

El Estado ha determinado en gran parte la forma del «canal» por el que ha fluido la financiarización, aun cuando la ideología dominante del periodo haya sido el neoliberalismo. Desafortunadamente, los debates clásicos marxistas de principios del siglo XX son de poca ayuda para desentrañar el papel del Estado en la formación del contexto de la acumulación. Hilferding propuso la noción de «capitalismo organizado» después de escribir *El capital financiero*, pero asumió que incluso el «capitalismo organizado» surgía espontáneamente de las interacciones entre los grandes monopolios. En efecto, Hilferding subestimó el carácter esencialmente autónomo de la intervención del Estado en la economía capitalista. *La economía mundial y el imperialismo,* de Bujarin, fue más innovador al tratar el «capitalismo de Estado» como un conjunto integrado, formado por los capitales monopolistas, los bancos y el Estado que competían como bloques nacionales en todo el mercado mundial. Sin embargo, la disposición de Bujarin hacia la generalización abstracta, así como su confusa visión sobre la competencia capitalista entre bloques nacionales en el mercado mundial, disminuyó el impacto de su teoría.

En los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial, la economía política marxista prestó especial atención al papel económico del Estado en el capitalismo maduro, habitualmente para destacar la importancia de la propiedad de los medios de producción por parte del Estado, incluidas las empresas de servicios públicos. El auge del keynesianismo fue fundamental a este respecto, incluido el fortalecimiento del Estado de bienestar y la gestión de la demanda agregada a través de la política monetaria y fiscal. De hecho, las discusiones teóricas marxistas sobre estas cuestiones nunca alcanzaron la claridad y la capacidad de persuasión de los debates clásicos sobre el imperialismo.

De otra parte, el periodo de financiarización ha estado acompañado por el ascenso y consolidación del neoliberalismo, que por lo general ha tratado la intervención del Estado en la economía con extremo recelo e incluso con descarada hostilidad[30]. La desregulación, la privatización y la

[30] Para una breve presentación del auge y trasfondo del neoliberalismo como ideología y marco de la política económica, véase Andrew Glyn, *Capitalism Unleashe*d, Oxford, Oxford University Press, 2006 [ed. cast.: *Capitalismo desatado. Finanzas, globalización y bienestar,* Madrid, La Catarata, 2010]. El pensamiento heterodoxo ha sido muy crítico con las implicaciones económicas, sociales y políticas del neoliberalismo, tratándolo correctamente como el envoltorio ideológico del resurgimiento del capital a expensas del trabajo. Los siguiente recopilatorios de ensayos pueden ser de utilidad: Alfredo Saad-Filho y Deborah Johnston (eds), *Neoliberalism: A Critical Reader*, Londres, Pluto Press, 2005; Saad-Filho, Elmer Altvater y Gregroy Albo,

liberalización han sido sinónimos de la ideología neoliberal, en tanto se supone que el Estado tiende a tener una influencia perjudicial sobre la acumulación capitalista. Sin embargo, la intervención del Estado en la economía ha estado lejos de desaparecer en las últimas cuatro décadas. En lo que concierne a la financiarización, basta decir que la transformación de las economías maduras habría sido inconcebible sin el papel facilitador y permisivo del Estado.

La intervención del Estado en el curso de la financiarización ha sido polifacética, incluso en el mercado de trabajo, y evidentemente ha variado entre países reflejando sus especificidades históricas. No obstante, hay tres rasgos del papel del Estado que representan un profundo cambio asociado a la financiarización y que merecen especial atención. Los tres indican que el Estado ha dado forma, activa e independientemente, al canal de la acumulación financiarizada. El primero se considera en mayor detalle en lo que queda de este capítulo y los otros dos se discuten en los capítulos 8 y 9.

En primer lugar, el Estado ha hecho posible la financiarización mediante el control sobre el dinero del banco central respaldado por el propio Estado. La evolución de la forma del dinero ha llevado a que el dinero crediticio sin valor intrínseco, que en última instancia es solo intercambiable por dinero de curso legal generado por el banco central, dominara la circulación doméstica. El dinero nacional ha pasado a depender por completo de la confianza social respaldada por los mecanismos institucionales del sistema crediticio. En el corazón del ascenso de las finanzas reside el monopolio absoluto del Estado sobre los medios de pago finales —una negación directa del pensamiento neoliberal en lo que respecta al dinero.

El control del dinero de curso legal sin valor intrínseco por parte del Estado implica que los bancos centrales pueden funcionar como el apoyo último del sistema financiero en términos de liquidez. La capacidad del banco central para proveer liquidez aceptable se deriva, en gran parte, de poseer grandes cantidades de títulos del Estado para respaldar sus propios pasivos, pero también de que el Estado garantiza implícitamente su solvencia. Los títulos del Estado son, además, la piedra angular de la liquidez en el mercado monetario, en la medida en que presumiblemente tienen poco riesgo de incumplimiento. Sin los instrumentos de deuda del Estado, los mercados monetarios habrían tenido menos profundidad y liquidez y los tipos de interés hubieran carecido de un punto de referencia. El papel

«Neoliberalism and the Left: A Symposium», en Leo Panitch y Colin Leys (eds.), *Socialist Register 2008*, Londres, Merlin Press, 2007. Cabe mencionar que Gérard Duménil y Dominique Lévy consideran el neoliberalismo como un periodo del desarrollo capitalista; véase «Costs and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis», *Review of International Political Economy,* núm. 8:4, 2001; *Capital Resurgent*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 2004; y *The Crisis of Neoliberalism*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 2011.

dominante del banco central en el mercado monetario, incluida su capacidad de influir sobre los tipos de interés, depende de la presencia del Estado.

En segundo lugar, el Estado ha permitido la expansión mundial de la financiarización a través del control sobre el dinero mundial. El marxismo clásico ha asociado normalmente el imperialismo con la exportación de capital desde los países desarrollados hacia los países en vías de desarrollo, lo que crea una jerarquía de poder imperial, permite la extracción de plusvalía de la periferia y sustenta los imperios territoriales. Durante los años de la financiarización no ha habido imperios territoriales y las exportaciones de capital se han dado principalmente entre países desarrollados, a pesar de que a partir de los años noventa se han producido flujos sustanciales hacia los países en vías de desarrollo. Uno de los rasgos más sorprendentes de la financiarización —discutido en el capítulo 8— es que, en términos netos, los flujos de capital han invertido su dirección: los países en vías de desarrollo han exportado capital a los países desarrollados. La reversión de los flujos de capital está íntimamente vinculada con el papel de dólar estadounidense como moneda mundial. El dólar estadounidense ha proporcionado nuevos mecanismos y caminos para la proyección del poder imperial, de este modo, se han generado flujos de capital que bien podrían representar una forma de tributo que los países en vías de desarrollo pagan a los países desarrollados por el uso del dinero mundial. Merece la pena destacar que la exportación neta de capital desde los países en vías de desarrollo hacia los desarrollados ha sido el resultado de las interacciones financieras entre Estados, y no de las decisiones de inversión de los agentes privados.

En tercer lugar y relacionado con los dos puntos anteriores, el Estado ha allanado el terreno a la financiarización al alterar el marco regulatorio y de supervisión de las finanzas. El impacto de las medidas institucionales y legales sobre el funcionamiento de las finanzas es desproporcionadamente grande, como se discutió en el capítulo 5. La financiarización ha sido posible por la desregulación de la esfera financiera doméstica, por lo que respecta a los tipos de interés y también a las actividades y prácticas de las instituciones financieras. Incluso más decisivo para facilitar la financiarización ha sido el desmantelamiento de los controles monetarios y financieros internacionales. Desde el colapso de los Acuerdos de Bretton Woods en 1973, los tipos de cambio entre los principales países han pasado a ser flexibles, al tiempo que los flujos de capital entre países se han ido desregulando progresivamente. Estas formas de intervención del Estado —ambas asociadas con el papel internacional del dinero— han estimulado la difusión de la financiarización, en las formas que se discuten en los capítulos 8, 9 y 10.

La banca central como palanca de la financiarización: la independencia de los bancos centrales y los objetivos de inflación

La importancia de los bancos centrales en el capitalismo avanzado viene dada, en primer lugar y sobre todo, por su control sobre el dinero de curso legal. El ascenso de los bancos centrales en los años de la financiarización ha estado vinculado básicamente a la búsqueda de un nuevo marco para las operaciones monetarias en los años noventa y dos mil. Los años que siguieron inmediatamente al colapso del Acuerdo de Bretton Woods en 1971-1973 estuvieron marcados por la rápida inflación de los precios, lo que indicaba problemas en la gestión del dinero sin valor intrínseco, así como el mal funcionamiento del dinero como unidad de cuenta. La inflación constituye un riesgo para el capital prestable, ya que disminuye el valor relativo del capital anticipado. El ascenso y consolidación de las finanzas se hubiese visto debilitado si las pérdidas de los prestamistas provocadas por la inflación hubieran afectado sistemáticamente a las relaciones de crédito. Por eso, a finales de los años setenta y principios de los ochenta, la respuesta inicial de las autoridades monetarias en EEUU, y en todos los países, fue tratar de controlar la inflación con sustanciales y constantes aumentos del tipo de interés lo que abocó las economías a la recesión[31].

No obstante, aun mayor importancia tuvieron los cambios en la teoría y en la práctica de la banca central, que surgieron gradualmente como respuesta al mal funcionamiento del dinero como unidad de cuenta. Dos aproximaciones a la banca central han sido dominantes desde principios de los años noventa: la independencia del banco central y los objetivos de inflación. Conjuntamente, ambas han dictado el funcionamiento de los bancos centrales en los países en vías de desarrollo y en los desarrollados, dando forma a la financiarización. Durante un largo periodo, en los años noventa y en los años dos mil, el desempeño de la inflación de los países desarrollados mejoró significativamente. La disminución de la inflación fue considerada como un gran éxito de la política monetaria —la «Gran Moderación»— y fue atribuida por los teóricos de la corriente dominante a la nueva ortodoxia de la independencia de los bancos centrales y de los

---

[31] El llamado «*shock* Volcker» en EEUU en 1979 es a menudo considerado como un suceso trascendental en el ascenso de las finanzas; para un análisis véase Eric Helleiner, *States and the Re-emergence of Global Finance*, Ithaca (NY), Cornell University Press, 1994, pp. 115-122 y 131-140. Véase también Susan Strange, «Still an Extraordinary Power», en Raymond Lombra y Willard Witte (eds.), *The Political Economy of International and Domestic Monetary Relations*, Ames, Iowa State University Press, 1982; y Susan Strange, «Finance, Information and Power», *Review of International Studies,* núm. 16:3, 1990, pp. 259-274. La determinación de Volcker en su defensa de los intereses financieros de EEUU se resume en Paul Volcker, «The Role of Private Capital in the World Economy», en Stephen Guisinger (ed.), *Private Enterprise and the New Economic Challenge*, Indianapolis, Bobbs-Merrill, 1979; y Paul Volcker y Toyoo Gyohten, *Changing Fortunes*, Nueva York, Times Books, 1992.

objetivos de inflación[32]. La crisis del 2007 puso fin a esta ilusión mostrando que el dinero y las finanzas seguían teniendo un papel disruptivo en el capitalismo contemporáneo.

El razonamiento teórico de la independencia del banco central es plano. En primer lugar, se postula que existe una producción natural de equilibrio de la que la producción real sólo difiere temporalmente. Si, por ejemplo, la inflación actual estuviera por encima de la inflación esperada, entonces se produciría una caída temporal de los salarios reales y de este modo la producción se situaría por encima de la producción natural actual. No obstante, cuando se ajustaran (racionalmente) las expectativas a la inflación actual, las diferencias desaparecerían. En segundo lugar, se asume que la inflación actual depende de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, es decir, que la teoría cuantitativa del dinero es válida. En tercer lugar, se asume además que la política macroeconómica es fundamentalmente un dilema entre, por un lado, el nivel de inflación actual y, por otro, la diferencia entre la producción existente y la deseada[33].

Se asume que el problema de las políticas, y por tanto de la mala gestión del dinero como unidad de cuenta en los años setenta y en general, se origina por las preferencias de los responsables de la política económica, es decir, en el hecho de que los políticos electos prefieran una inflación real más alta. Lo que caracteriza estas preferencias es la «inconsistencia temporal o dinámica», esto es, la simple falta de honestidad. Los políticos electos tienen un incentivo inherente para manipular la política inflacionaria, de modo que obtengan beneficios con el aumento temporal de la producción gracias a una aceleración decidida de la inflación. Los responsables de las políticas podrían recurrir a este mecanismo si la

---

[32] Para un resumen conciso del presunto éxito de las políticas de los años noventa y los años dos mil, véase uno de los principales exponentes de la «Gran Moderación»: Ben Bernanke, «The Great Moderation», encuentro de la Eastern Economic Association, Washington DC, 20 de febrero de 2004, disponible en federalreserve.gov.

[33] La bibliografía sobre este tema es extensa. Véanse algunas de estas obras: Finn E. Kydland y Edward C. Prescott, «Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans», *Journal of Political Economy*, núm. 85:3, 1977; Robert Barro y David Gordon, «A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model», *Journal of Political Economy,* núm. 91:4, 1983; Barro y Gordon, «Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy», *Journal of Monetary Economics,* núm. 12:1, 1983; Alberto Alesina y Guido Tabellini, «Rules and Discretion with Non-coordinated Monetary Policies», *Economic Enquiry,* núm. 25:4, 1987; Kenneth Rogoff, «The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target», *Quarterly Journal of Economics*, núm. 100:4, 1985; Rogoff, «Reputational Constraints on Monetary Policy», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy,* núm. 26, primavera de 1987. Para una crítica véase Bennett T. McCallum, «Two Fallacies Concerning Central Bank Independence», *American Economic Review,* núm. 85:2, mayo de 1995; y McCallum, «Crucial Issues Concerning Central Bank Independence», *Journal of Monetary Economics,* núm. 39:1, 1997. Para una perspectiva desde la economía política véase Costas Lapavitsas, «The Political Economy of Central Banks: Agents of Stability or Source of Instability?», *International Papers in Political Economy*, núm. 4:3, 1997, pp. 1-52.

política fiscal hubiera agotado su potencial para expandir la producción y el empleo. Alternativamente, podrían estimular la inflación real simplemente para ganarse el favor del electorado.

La cura para esta disrupción de la función de medición del dinero causada por unos políticos en los que no se puede confiar sería un banco central conservador. Habitualmente se asume que un banco central sería más contrario a la inflación que un gobierno electo. De este modo, si la política monetaria fuera competencia exclusiva de un banco central que se mantuviera independiente de las interferencias políticas, habría menos casos en los que la inflación se acelerara a propósito con tal de estimular la producción temporalmente. Además, el banco central podría ganar credibilidad al perseverar en su compromiso por mantener una inflación baja, de modo que incitara a que las expectativas de la inflación de los agentes económicos se ajustaran en consonancia. La función de medición del dinero quedaría protegida y, presumiblemente, se asegurarían ganancias para la economía y para la sociedad.

El razonamiento teórico de los objetivos de inflación es también claro y está estrechamente relacionado con la independencia de la banca central. Esta política se deriva en parte de la teoría cuantitativa del dinero, y en parte de la noción de que existe un dilema temporal entre la inflación y la producción real. Se asume también que hay una tasa «natural» de desempleo consecuente con una inflación estable; los intentos de disminuir el desempleo por debajo de la tasa natural darían simplemente como resultado una mayor inflación. De forma más concreta, la política monetaria que desarrolla un banco central independiente debe tener en cuenta, primero, las expectativas de inflación de los capitalistas y de los trabajadores y, segundo, la «brecha de producción». Esta puede ser entendida como la diferencia entre la tasa de desempleo real y la natural. La prescripción política más influyente para las políticas de la banca central es la regla de Taylor, que prevaleció en EEUU alrededor de dos décadas[34].

La regla de Taylor está basada en el supuesto de que la expansión monetaria disminuye el tipo de interés real, estimula la actividad económica y, de este modo, reduce la brecha de producción; la contracción monetaria tendría el resultado opuesto. El tipo de interés real viene dado por el tipo de interés nominal menos la tasa de inflación esperada. En consecuencia, el banco central debería establecer un objetivo de inflación y manipular así el tipo de interés natural con tal de influir en las expectativas de inflación.

---

[34] John B. Taylor, «Discretion Versus Policy Rules in Practice», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy,* núm. 39:1, 1993; véase también Dale Henderson y Warwick McKibbin, «A Comparison of Some Basic Monetary Policy Regimes for Open Economies», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy,* núm. 39:1, 1993.

Esto afectaría la demanda agregada, eliminaría la diferencia entre la tasa real y el objetivo de inflación durante un periodo de tiempo. La función de medición del dinero crediticio quedaría de nuevo protegida.

Dos problemas sobresalen inmediatamente en esta aproximación a la banca central que ha determinado la financiarización. El primero es que hay poca evidencia de la existencia de un dilema estable entre la inflación y el desempleo[35]. Durante gran parte del periodo de posguerra, el aumento de los niveles de desempleo en los países desarrollados estuvo asociado con la caída de las tasas de crecimiento de la producción; no hay evidencia clara de que los factores monetarios influyan en el nivel de precios. El dinero contemporáneo no funcionó bien como medida de valor durante gran parte de los años setenta, pero sería una falacia explicar este fenómeno como el simple resultado de una política monetaria laxa y de la creación excesiva de dinero. En su lugar, el mal funcionamiento del dinero es en parte debido a los complejos procesos que vinculan la acumulación real a la circulación monetaria, como se discutió en el capítulo 4. La inflación es también el resultado de un pobre desempeño de la acumulación capitalista, en lugar de ser simplemente el resultado de procesos monetarios defectuosos.

En segundo lugar, el supuesto subyacente de los objetivos de inflación fue que el logro de la estabilidad de precios da lugar a la estabilidad financiera. Esta visión fue postulada por Anna Schwartz y fue adoptada por muchos otros durante gran parte del periodo de la «Gran Moderación»[36]. Según Schwartz, la inestabilidad financiera surge principalmente de los

[35] La literatura empírica sobre la regla de Taylor es extensa aunque afortunadamente después de la crisis de 2007 se ha quedado anticuada. Para ver trabajos que apoyan esta regla, consúltese Ben Bernanke *et al.*, *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, 1999; Manfred J.M. Neumann y Jürgen von Hagen, «Does Inflation Targeting Matter?», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review,* núm. 84:4, julio/agosto de 2002. Perspectivas críticas que difieren de ella son Philip Arestis y Malcolm Sawyer, «Inflation Targeting: A Critical Appraisal», Working Paper, núm. 388, The Levy Economics Institute, 2003; Lars Svensson, «What Is Wrong with Taylor Rules? Using Judgement in Monetary Policy Through Targeting Rules», *Journal of Economic Literature,* núm. 41:2, 2003; y Thomas I. Palley, «A Post-Keynesian Framework for Monetary Policy», marzo de 2003. Para un trabajo de mayor alcance que desafía incluso la existencia de una tasa de desempleo no aceleradora de la inflación, véase Robert J. Gordon, «The Time-Varying NAIRU and its Implications for Economic Policy», *Journal of Economic Perspectives,* núm. 11:1, 1997; Sawyer (1997); Atish Ghosh y Steven Phillips, «Warning: Inflation May be Harmful to Your Growth», *IMF Staff Papers,* núm. 45:4, 1998; Peter Van Els *et al.*, «Monetary Policy Transmission in the Euro Area», Working Paper, núm. 94, European Central Bank, 2001; Philip Arestis y Malcolm Sawyer, «Can Monetary Policy Affect the Real Economy?», Working Paper, núm. 355, The Levy Economics Institute, 2002

[36] Véase Anna Schwartz, «Financial Stability and the Safety Net», en William S. Haraf y Rose Marie Kushmeider (eds.), *Restructuring Banking and Financial Services in America*, Washington DC, American Enterprise Institute For Public Policy and Research, 1988; y Anna Schwartz, «Why Financial Stability Depends on Price Stability», en Geoffrey Wood (ed.), *Money, Prices and the Real Economy*, Northampton, Edward Elgar, 1998. Véase también Ben Bernanke y Mark Gertler, «Monetary Policy and Asset Price Volatility», *Economic Review,* núm. 4, 1999.

cambios inesperados de la tasa de inflación. Si el banco central focaliza sus esfuerzos en mantener la inflación baja, se reduce entonces el riesgo de que sucedan *boom* crediticios (inducidos por una inflación alta) y recesiones (inducidas por una deflación o desinflación inesperada). La «hipótesis de Schwartz» ha sido puesta a prueba por los economistas de la corriente dominante, quienes como se esperaba encontraron una asociación positiva entre la inestabilidad de precios y la inestabilidad financiera[37].

Sin embargo, también observaron que las burbujas en los precios de los activos financieros tendían a darse cuando los bancos centrales aplicaban la política del objetivo de inflación[38]. En consecuencia, en los años dos mil, empezaron a surgir argumentos a favor del pragmatismo del banco central, que enfatizaban «objetivos de inflación flexibles» que tuvieran en cuenta también los precios de los activos financieros. No obstante, el núcleo de la aproximación de los objetivos de inflación permaneció intacto y los bancos centrales no dieron pasos concretos para prevenir la enorme burbuja de 2001-2007, ni en EEUU ni en otros países. La consecuente crisis ha arruinado la política de los objetivos de inflación, en tanto se ha hecho evidente que centrar la atención exclusivamente en la estabilidad de precios es de hecho lo que exacerba el riesgo de derrumbe financiero. Las verdades irrefutables de la Gran Moderación se han desvanecido.

Una vez ha quedado claro el fracaso de la política de los objetivos de inflación, ha surgido un debate sobre el futuro papel de los bancos centrales[39]. La crisis ha requerido la intervención urgente de los bancos centrales, fortaleciendo así el papel del banco central en el capitalismo financiarizado. La razón es obvia: los bancos centrales han mantenido el control sobre el dinero de curso legal, concretamente a través de las reservas de los bancos comerciales. La capacidad de los bancos centrales de EEUU y Reino Unido para hacer frente a lo peor de la crisis de 2007 se ha nutrido de la enorme expansión de las reservas bancarias, como se demostró brevemente en el capítulo 4 y será discutido con más detalle en los capítulos 8 y 9. El fortalecimiento de la intervención ha comprometido, sin embargo, la llamada independencia de los bancos centrales, en tanto los gobiernos electos han

[37] Michael Bordo y David Wheelock, «Price Stability and Financial Stability: The Historical Record», *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review,* núm. 80:4, 1998, pp. 41–62. Michael Bordo, Michael J. Dueker y David Wheelock, «Aggregate Price Shocks and Financial Instability: A Historical Analysis», Working Paper, núm. 2000-005B, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2000.
[38] Véase, por ejemplo, Robert McGee, «What Should a Central Bank Do?», Department of Economics, Florida State University, 2000; y Charles Bean, «Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?», *Revue d'Economie Politique,* núm. 110:6, 2003.
[39] Algunos economistas han propuesto el fortalecimiento del papel tradicional como prestamistas de última instancia (De Grauwe, 2007, pp. 159-61). Otros han propuesto complementarlo con el de creador de mercado de última instancia, que efectivamente significa que el banco central debería intervenir como comprador de última instancia de los títulos con los que no se pueda comerciar (Buiter y Sibert, 2007).

presionado de manera directa tal y como se expone en el capítulo 9 en relación a la crisis de la eurozona. No cabe duda de que los bancos centrales han sido vitales para la intervención del Estado bajo las condiciones del capitalismo financiarizado.

Por último, si bien no menos importante, la influencia de los bancos centrales sobre el contexto de la acumulación financiarizada también ha quedado demostrada en relación con la evolución constante de la forma del dinero. Cuando la expansión del dinero electrónico propiamente dicho y el dinero electrónico de acceso asumió proporciones significativas a finales de los años noventa, surgió la cuestión dentro de la economía dominante acerca de si la posición del banco central podría resultar amenazada. Concretamente, si se creaban cantidades significativas de dinero electrónico fuera de los canales normales del crédito, podría suceder que los bancos centrales redujeran su capacidad para controlar la política monetaria e influir sobre el tipo de interés.

El debate que siguió aclaró la relación más profunda entre el dinero contemporáneo y el banco central bajo las condiciones de la financiarización[40].

---

[40] La preocupación sobre el impacto del dinero electrónico en los bancos centrales fue primero expresada por el Banco de Pagos Internacional («Implications for Central Banks of the Development of Electronic Money», octubre de 1996). Tomó el relevo Mervyn King en unas pocas observaciones prematuras («Challenges for Monetary Policy: New and Old», *New Challenges for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999). Benjamin Friedman especuló así que, si el dinero electrónico se expandía, el banco central sería incapaz de adoptar una política monetaria efectiva («The Future of Monetary Policy», *International Finance,* núm. 2:3, 1999). Friedman reiteró después la visión de que el dinero electrónico hacía que el banco central fuera incapaz de influir sobre los tipos de interés, relevantes para la economía («Decoupling at the Margin», *International Finance,* núm. 2:3, 2000). Otros afirmaron que esto era improbable; véase, por ejemplo, C. A. E. Goodhart, «Can Central Banking Survive the IT Revolution?», *International Financ*e, núm. 3:2, 2000; Woodford (2000); y McCallum (2000). El asunto fue tratado por Woodford (2001, 2003) dentro de un marco teórico muy influyente que se basaba en el concepto de Wicksell sobre el tipo natural de interés y situaba la determinación del nivel de precios con independencia de la cantidad de dinero. Buiter (2005) rechazó la idea de que el cambio tecnológico hiciera la política monetaria irrelevante, pero tampoco aceptó el marco de Woodford. Según Benjamin Cohen, por otro lado, el dinero electrónico puede debilitar a los bancos centrales al estimular la competencia internacional entre divisas («Electronic Money: New Day or False Dawn?», *Review of International Political Economy,* núm. 8:2, verano de 2001). Esta cuestión atrajo indudablemente el interés de los neoclásicos austriacos, que habían sido críticos con el monopolio del dinero por parte de los bancos centrales desde hacía tiempo. Ormar Issing señaló las afinidades obvias entre la expansión del dinero electrónico y las visiones austriacas sobre el dinero y la economía («Hayek, Currency Competition and European Monetary Union», 27 de mayo de 1999; «New Technologies in Payments: A Challenge to Monetary Policy», junio de 2000). Otros, más estrechamente asociados con la economía austriaca, han explorado más a fondo la posibilidad de que el papel del banco central pueda estar disminuyendo debido a la emisión privada y competitiva de dinero electrónico, lo cual debilita el monopolio del Estado sobre la emisión del dinero; véase, James A. Dorn (ed.), *The Future of Money in the Information Age*, Washington DC, Cato Institute, 1996; Michael Latzer y Stefan Schmitz, *Carl Menger and the Evolution of Payments Systems*, Cheltenham, Edward Elgar, 2002; Randall S. Kroszner, «Currency Competition in the Digital Age», en David Altig y Bruce D. Smith (eds.), *Evolution and Procedures in Central Banking*, Cambridge, Cambridge University

Con el tiempo, y con acierto, se reconoció finalmente que el dinero electrónico no representa una amenaza para el dominio absoluto de los bancos centrales sobre la esfera monetaria, a pesar de ser una forma novedosa de dinero no relacionada con la anticipación de crédito. Como poco, la emisión competitiva de dinero electrónico propiamente dicho seguiría requiriendo una unidad de cuenta común para estandarizar los precios de las mercancías y de los contratos nominales. Esta misma unidad de cuenta actuaría probablemente como instrumento de compensación mutua de pasivos de dinero electrónico propiamente dicho emitidos por agentes privados. En las economías capitalistas desarrolladas la unidad de cuenta más plausible para estos objetivos sería el dinero de curso legal establecido por el Estado.

Como consecuencia, los emisores de dinero electrónico siguen teniendo que mantener reservas de dinero de curso legal para respaldar sus pasivos de dinero electrónico, y estas las proporciona una institución similar al banco central a través de un mercado abierto. En efecto, los canales de la política monetaria volverían gradualmente a instituirse a lo largo del proceso. Y aunque no dieran resultado, siempre quedaría abierta la posibilidad, para el banco central, de emitir su propio dinero electrónico y poner como requisito que los otros emisores de dinero electrónico mantuvieran dinero electrónico del banco central como reservas. De nuevo, la capacidad del banco central para determinar la política monetaria e influir sobre los tipos de interés quedaría restablecida. Dado que un mecanismo de este tipo ha sido construido históricamente para el dinero crediticio, a través de la institución del dinero del banco central respaldado por el Estado, no hay razón por la que no pudiera construirse de nuevo para el dinero electrónico[41]. Los bancos centrales seguirían siendo las instituciones vertebradoras del dominio monetario y del crédito en el capitalismo maduro financiarizado.

Press, 2003, pp. 275-305; Stefan W. Schmitz y Geoffrey Wood (eds), *Institutional Change in the Payments System and Monetary Policy*, Londres, Routledge, 2006.

[41] Friedman ha exagerado el posible impacto de la continuada innovación tecnológica, que presumiblemente traería consigo a nuevos emisores de dinero electrónico propio, lo que forzaría al banco central a entrar en una competición que no puede ganar. Sin embargo, también existe la misma posibilidad con el dinero crediticio, pero en la práctica no ha sucedido nunca. Friedman, «The Future of Monetary Policy» y «Decoupling at the Margin».

VIII
TENDENCIAS SUBYACENTES Y FORMAS VARIABLES: LA FINANCIARIZACIÓN AVANZADA Y LA FINANCIARIZACIÓN SUBORDINADA

En este capítulo se realiza un análisis empírico de la financiarización a tres niveles distintos. En primer lugar, se evalúa la financiarización en términos agregados con el fin de identificar su forma y sus rasgos generales. A fin de alcanzar este objetivo, se desarrolla un marco conceptual basado en la distinción entre la acumulación real y la acumulación financiera de la economía política marxista. Utilizando este marco, se puede comparar la financiarización entre los cuatro países de referencia: EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido. La comparación revela que hay diferencias sistemáticas en la forma en la que se presenta la financiarización, que en parte reflejan el contraste tradicional entre las finanzas basadas en el mercado, características de EEUU y Reino Unido, y las finanzas basadas en la banca, características de Japón y Alemania.

En segundo lugar, las tendencias fundamentales de la financiarización se investigan a través del análisis de la conducta de las empresas no financieras, los bancos y los hogares. De nuevo, aparecen diferencias significativas entre los cuatro países, que son en general consistentes con las diferencias que aparecen al estudiar la financiarización en términos agregados. Ha habido financiarización en todos los países pero sus formas económicas y sociales difieren según el país.

En tercer lugar, se examina la financiarización en el contexto de los países en vías de desarrollo identificando diferencias sustanciales con los países desarrollados, tanto en el contenido como en la forma. Más específicamente, la financiarización en los países en vías de desarrollo está muy vinculada al funcionamiento del dinero mundial y a la resultante acumulación de divisas extranjeras; además está vinculada a la entrada de la banca extranjera. Por estas razones, la financiarización ha tomado un carácter subordinado en los países en vías de desarrollo en comparación con los países desarrollados.

El análisis empírico de la financiarización en estos tres niveles presenta dificultades conceptuales complejas. Por ejemplo, intuitivamente se buscan evidencias sobre el ascenso y la consolidación de las finanzas en las

actividades de las empresas financieras y en el sector financiero en general. Sin embargo, el sistema financiero es una entidad encargada de actuar como intermediaria y no produce valor; por eso, no existe una forma obvia de plasmar su magnitud o su peso específico sobre el conjunto de la acumulación. Además, una gran variedad de actividades financieras se relacionan únicamente de forma parcial con las operaciones de las empresas financieras, esto incluye aquellas operaciones financieras que llevan a cabo las empresas no financieras en el mercado abierto. Así pues, para establecer la presencia de las finanzas contemporáneas, se deben tener en cuenta las operaciones económicas que realizan tanto las empresas financieras como las no financieras.

Además, hay muchos problemas con los datos, en particular cuando se trata de hacer comparaciones entre países. Las evidencias que se presentan en este capítulo se extraen principalmente de las estadísticas de flujos de fondos de las agencias de estadística sobre la renta nacional o de los bancos centrales, y hacen referencia a distintos activos financieros. Sin embargo, existen dificultades importantes para agregar y comparar activos financieros de las distintas cuentas nacionales. Los métodos de recopilación y de presentación de los datos difieren mucho entre sí y hay periodos de tiempo para los que no se dispone de datos, como queda claro en el apéndice de este capítulo. Las dificultades con los datos agravan en gran parte los problemas conceptuales de la medición de las actividades financieras y exigen una mayor cautela a la hora de interpretar las cifras. El material empírico que se presenta a continuación es más importante por las tendencias que indican que por el tamaño absoluto de las magnitudes financieras a las que se refieren.

La distinción entre la acumulación real y la acumulación financiera

El sistema financiero proporciona distintos servicios a la acumulación capitalista, tanto monetarios como financieros, tal y como se discutió en el capítulo 5[1]. Los servicios monetarios incluyen la creación de dinero crediticio, la custodia de reservas de dinero, la transferencia de dinero dentro de la economía y la facilitación de las transacciones con divisas extranjeras, entre otros. Los servicios financieros incluyen principalmente la movilización del capital prestable en la economía y su posterior anticipación a través de los préstamos. Los servicios financieros incluyen, además, la recopilación de fondos de dinero disponible y la comercialización del capital prestable en los mercados abiertos.

---

[1] Para un sucinto resumen desde la perspectiva dominante de los servicios que proporciona el sistema financiero a la acumulación capitalista, véase Ross Levine, «Financial Development and Economic Growth», *Journal of Economic Literature,* núm. 35:2, 1997.

Para ofrecer estos servicios, las instituciones financieras deben recopilar información y evaluar los riesgos de la economía. Como consecuencia, el sector financiero actúa como si fuera los nervios y el cerebro de la economía capitalista; es la entidad social que convierte la organización de los recursos disponibles de la sociedad en un conjunto integrado, aunque lo haga sobre la base de la propiedad privada y la obtención de ganancias. Los servicios monetarios y financieros están muy entrelazados, sobre todo a través de la creación de dinero crediticio por parte de las instituciones financieras. A pesar de su centralidad en el capitalismo contemporáneo, especialmente por su relación con el dinero mundial, los debates sobre la financiarización a menudo pasan por alto las operaciones monetarias del sistema financiero.

El primer paso para evaluar la importancia relativa del sistema financiero es distinguir entre la acumulación real y la acumulación financiera. Esta distinción proviene de Marx, que argumentó que el capital «en dinero» disponible para prestar posee una forma de acumulación distinta al capital utilizado en la producción[2]. Desde esta perspectiva, la financiarización podría conceptualizarse como un cambio en el equilibrio entre la acumulación real y la acumulación financiera; concretamente, la financiarización representa el crecimiento asimétrico de la acumulación financiera en comparación con la acumulación real durante las cuatro últimas décadas. El empleo empírico de esta distinción puede aclarar el trasfondo de la financiarización, pero antes es necesario considerar con mayor profundidad la relación entre ambos tipos de acumulación.

La acumulación real implica al capital industrial y al capital mercantil y tiene lugar tanto en la producción como en la circulación. Sus formas concretas incluyen la expansión y el desarrollo de los medios de producción, el aumento de la población activa, el crecimiento de la producción y la mejora de los medios de comunicación, entre otros. La acumulación real también se relaciona con la esfera de la distribución, dado que en esta se realiza la división del producto entre salarios y ganancias. El rasgo característico de la acumulación real es la creación de plusvalía en la producción, que con la venta del producto se acumula como ganancias en forma de dinero que se reinvierten posteriormente. Las señales visibles de la acumulación real incluyen el crecimiento de la producción (del valor y del valor de uso), el aumento de la población activa y el aumento del capital invertido, entre otros. Las estadísticas de la renta nacional son una fuente disponible para

---

[2] Véase, por ejemplo, K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, pp. 599 y 607. Huelga decir que las dos formas de acumulación tienen lugar simultánea y conjuntamente.

el análisis empírico de estos fenómenos a pesar de los inevitables problemas conceptuales que plantean[3].

La acumulación financiera, en cambio, tiene lugar principalmente en la esfera de la circulación y queda al margen de la esfera de la producción; también traspasa a la esfera de la distribución principalmente a través de la formación de las ganancias financieras, tal y como se discutió en el capítulo 6. La acumulación financiera implica fundamentalmente la movilización, comercialización y la anticipación del capital prestable, es decir, aquellos procesos que a menudo emprenden las instituciones financieras que actúan como intermediarias. A diferencia de la acumulación real, la acumulación financiera no produce un producto final (valor y valor de uso) que pueda ser medido. Aunque se destine trabajo y esfuerzo a las transacciones financieras, no hay una relación directa entre el gasto en factor trabajo en las operaciones financieras y la magnitud de la acumulación financiera. De forma similar, el capital invertido en la constitución de los intermediarios financieros no refleja la magnitud de la acumulación financiera, dado que este capital solo está indirectamente relacionado con la movilización, comercialización y anticipación de capital prestable. La forma concreta que toma la acumulación financiera es la acumulación de derechos a pagos de terceros, es decir, de activos financieros que tienen sus propios precios (ficticios).

Un rasgo distintivo de la acumulación financiera respecto a la acumulación real es que esta se relaciona principalmente con los flujos en lugar de con los *stocks*. Concretamente, la acumulación financiera está relacionada con el aumento de los flujos de capital prestable, en cambio, la acumulación real con el crecimiento del *stock* de capital industrial y mercantil. De este modo, la acumulación financiera no es acumulación en el sentido habitual de una magnitud subyacente que aumenta. Sin embargo, adquiere la forma de acumulación normal, ya que como resultado de estos flujos se acumulan derechos de pago sobre terceros —activos financieros. La dificultad conceptual a la hora de evaluar la acumulación financiera y su equilibrio con la acumulación real se origina precisamente en este hecho característico.

---

[3] La categoría del valor —qué es el valor y cómo se crea— está en las raíz de las dificultades de utilizar las estadísticas de la renta nacional para plasmar la acumulación real. Según la economía política marxista, el valor es trabajo abstracto utilizado en la esfera de la producción, una noción que no se corresponde con la «creación de valor» de las estadísticas de la renta nacional. La categoría de «servicios» que es muy importante para la medición de la financiarización, crea problemas intratables dado que ciertos tipos de «servicios» pueden categorizarse como consumo social en lugar de producción —por ejemplo, algunos de los servicios que proporcionan los administradores del Estado; véase Anwar Shaikh y E. Tonak, *Measuring the Wealth of Nations: The Political Economy of National Accounts*, Cambridge, Cambridge University Press, 1994. Sin embargo, las estadísticas de la renta nacional siguen siendo un primer punto de partida para medir la acumulación real.

El análisis de la acumulación financiera podría desarrollarse todavía más examinando de forma más detallada los flujos de capital prestable. Concretamente, hay flujos que se generan cuando el capital prestable es recopilado a partir de capital dinerario ocioso de los industriales o cuando es devuelto a la acumulación real en forma de nuevos préstamos para los industriales; pero hay también flujos que se generan cuando se comercia el capital prestable con independencia de la acumulación real y a menudo al margen de esta. Si consideramos los dos tipos de flujos durante un periodo de tiempo determinado, resulta que ambos determinan de forma natural un *stock* de capital prestable que está al margen de la acumulación real. Sin embargo, la expansión del *stock* de capital prestable es más bien un efecto colateral, en lugar de la fuerza impulsora de la acumulación financiera; es un subproducto, un residuo de la expansión de los flujos de capital prestable.

Este punto es vital para establecer la diferencia conceptual y empírica entre la acumulación real y la acumulación financiera. El objetivo de la acumulación real es aumentar el *stock* de capital que se utiliza en la producción de valor y de plusvalía. En cambio, la acumulación financiera no tiene una fuerza motriz propia que le permita expandir, de forma equivalente, el capital prestable que se utiliza en las transacciones financieras durante un periodo de tiempo cualquiera, incluso estas transacciones vienen motivadas por la obtención de beneficios. Los propietarios del capital prestable, así como las instituciones financieras que gestionan sus flujos, tienen una capacidad limitada para aumentar la magnitud del capital prestable a través de sus propias acciones. Por ejemplo, y como se discutió en el capítulo 5, las fuerzas que amplían el capital prestable se encuentran principalmente dentro de la acumulación real y se presentan, en primera instancia, como una tendencia hacia el atesoramiento de dinero. La acumulación financiera no se basa, por tanto, en la expansión autoimpulsada de un *stock* de capital bien definido. Esta hace referencia a la expansión de los flujos de capital prestable, a pesar de que determine de forma implícita un *stock* de capital prestable utilizado en las transacciones financieras en todo momento.

En este sentido, la forma que toma el equilibrio entre la acumulación real y la financiera depende de la diferencia característica entre las dos formas de acumulación. Como se explicó en el capítulo 5, el funcionamiento de las finanzas depende del marco histórico, institucional, legal, consuetudinario, e incluso cultural, dentro del cual el capital industrial y el capital mercantil interactúan con el capital prestable. Consecuentemente, la relación entre la acumulación real y la financiera tiene un carácter condicionado históricamente. La acumulación real requiere de un sistema financiero complejo y por tanto necesariamente implica el surgimiento de la acumulación financiera; sin embargo, la actitud y la conducta del sistema financiero varía de acuerdo con factores específicos e históricos. Así,

una determinada situación de la acumulación real, en términos de tasas de crecimiento, empleo y rentabilidad, entre otros, puede corresponderse con distintos Estados de la acumulación financiera. Dado que los factores históricos, institucionales, políticos y culturales desempeñan un papel decisivo en la relación entre ambas, no hay un equilibrio óptimo entre la acumulación real y la financiera.

La acumulación financiera en términos agregados

Al considerar la naturaleza de la acumulación financiera, se ve que no existe una forma obvia para evaluar empíricamente su magnitud, ni para establecer su dimensión respecto a la acumulación real. Sin embargo, mediante indicadores basados en los datos sobre flujos de fondos se puede delinear la acumulación financiera como un fenómeno agregado, de tal modo que se obtenga una idea general de la financiarización. Estos mismos indicadores podrían también empezar a determinar las diferencias en el ascenso de las finanzas entre los principales países capitalistas. Concretamente, en esta sección se utilizan cuatro indicadores para plasmar la acumulación financiera en términos agregados: en primer lugar, el tamaño relativo de los *stocks* de activos financieros; en segundo lugar, el valor añadido del sector financiero; en tercer lugar, el empleo en el sector financiero; y en cuarto lugar, las ganancias financieras de las instituciones financieras. Sobre la base de esta imagen general, se discuten las tendencias subyacentes de la financiarización —es decir, el comportamiento de las empresas no financieras, los bancos y los hogares— en los siguientes apartados.

Los stocks de activos financieros

Los flujos de capital prestable, con indiferencia de si tienen o no una relación directa con la acumulación real, dejan un rastro visible en forma de *stocks* de activos financieros. Los valores nominales de los activos financieros no indican ni la magnitud ni la disponibilidad formal de capital prestable por las razones discutidas en el capítulo 6 y demás partes de este libro. No obstante, constituyen una evidencia de los flujos del capital prestable que ya han tenido lugar: son señales visibles de la acumulación financiera. Además, los valores de los activos financieros representan también derechos potenciales de los titulares sobre los flujos futuros de capital prestable.

Los activos financieros se pueden crear a partir de una variedad de procesos distintos, por ejemplo, con la obtención de un depósito bancario, con la anticipación de un crédito o con la emisión de un bono en los mercados financieros, entre otros. Además, los mercados financieros son

capaces de hacer *churning* con el capital prestable: es decir, pueden generar flujos de capital prestable sin ninguna relación con la acumulación real y sostenerlos mediante la compraventa de activos financieros. Por encima de todo, los precios de los activos financieros incorporan un elemento ficticio —discutido en el capítulo 6—, de modo que sobrestiman o subestiman de forma sistemática los flujos correspondientes de capital prestable[4].

Consideradas estas cuestiones, la cantidad total de activos financieros y su asignación entre sectores de la economía proporciona una primera aproximación a la evolución de la acumulación financiera. El indicador agregado más simple de la expansión de las finanzas es la proporción de los activos financieros totales sobre el Producto Interior Bruto (a precios corrientes)[5]. Esta ratio se calcula en el siguiente gráfico para EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido, e indica un crecimiento extraordinario, pero también una variación pronunciada, de la evolución de las finanzas entre los distintos países.

Concretamente, el gráfico 8.1 representa esta ratio para los cuatro países durante las últimas tres décadas (los datos de activos financieros excluyen al resto del mundo). Lo realmente importante es la tendencia, y no la posición relativa de cada país; en EEUU, por ejemplo, hay un gran sector financiero «en la sombra», que se discute brevemente más adelante y en otras partes del libro y que no aparece en los datos de los flujos de fondos; en Japón, por otro lado, hay muchos cruces de participaciones entre empresas e instituciones financieras que son característicos de la naturaleza del sistema financiero de base bancaria de ese país. No obstante, la ratio sigue ofreciendo datos interesantes sobre la trayectoria del desarrollo financiero en EEUU y Japón, así como en Alemania y Reino Unido. De este

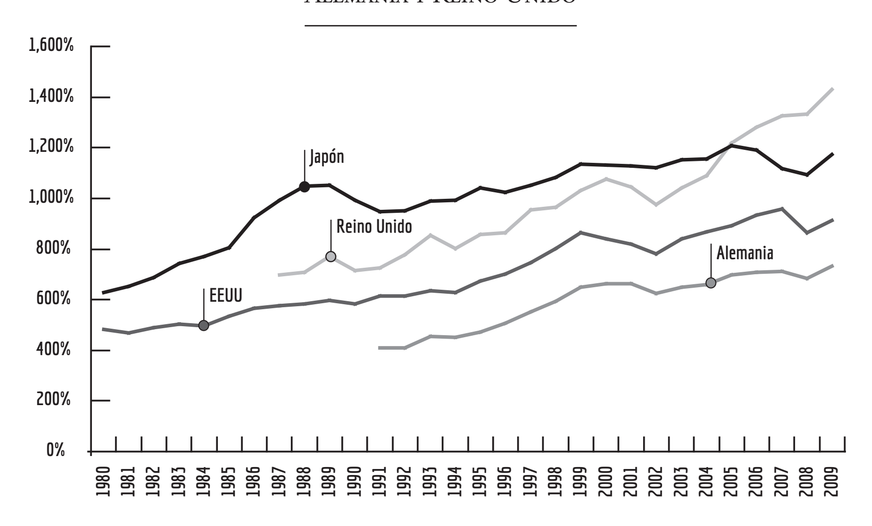
---

[4] La disparidad entre los precios de los activos financieros y el valor de los flujos de capital prestable subyacentes es más evidente en los mercados de derivados financieros, discutidos en el capítulo 1. Estos mercados han producido unos valores nominales enormes que no mantienen una relación clara con los flujos subyacentes de capital prestable, por no mencionar con la acumulación real.

[5] Las ratios de «profundización financiera» se utilizan habitualmente en la economía dominante, incluso para analizar a los países en vías de desarrollo. Una primera aproximación fue usar agregados de la oferta monetaria (M2) en relación al PIB; véase Raymond Goldsmith, *Financial Structure and Development*, New Haven, Yale University Press, 1969. Más recientemente, el uso de los pasivos líquidos de los bancos y de los intermediarios no bancarios en relación al PIB se puede encontrar en Robert G. King y Ross Levine, «Finance and Growth: Schumpeter Might be Right», *Quarterly Journal of Economics,* núm. 153, 1993; así como en Ross Levine, Norman Loyaza, y Thorsten Beck, «Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes», *Journal of Monetary Economics* núm. 46, 2000. Para el uso de los derechos de pago de los intermediarios financieros sobre el sector privado en relación al PIB, véase Michael W. Klein y Giovanni Olivei, «Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth», *Journal of International Money and Financ*e, núm. 27:6, octubre de 2008. Todas estas medidas se centran en los intermediarios financieros con tal de evaluar la financiarización en su conjunto, sin embargo, es preferible usar los activos financieros totales con relación al PIB.

modo, el gráfico muestra que se ha producido una expansión sostenida de las finanzas y de trayectoria similar en tanto la ratio se ha doblado, aproximadamente, en todos los países a lo largo del periodo del que hay datos disponibles. El gráfico también plasma los principales acontecimientos financieros de las últimas tres décadas, incluyendo la burbuja del mercado bursátil e inmobiliario de Japón de finales de los ochenta, la burbuja bursátil de Japón a finales de los noventa y la extraordinaria burbuja inmobiliaria de Reino Unido y EEUU en la década de los dos mil.

Gráfico 8.1. Activos financieros totales (excluyendo los del resto del mundo) como porcentaje del PIB en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido



Fuente: Flow of Funds, NIPA, tabla 1.1.5 (EEUU); ONS - Office for National Statistics, Financial Statistics Consistent, tablas 12.1, UK Output, Income and Expenditure, tabla C.1 (Reino Unido); Deutsche Bundesbank, Financial Accounts; Statistisches Bundesamt Deutschlands; Bank of Japan, Flow of Funds; Cabinet Office, Government of Japan, National Accounts (Japón). Los datos de EEUU están incompletos; sin embargo, la ratio ha fluctuado alrededor de una media del 470 por cien entre 1959 y 1979, sin presentar una tendencia al alza.

Si se incluyera al resto del mundo en los activos financieros para ofrecer una primera impresión de la dimensión internacional de la financiarización, las cosas no cambiarían de forma dramática, excepto por la posición relativa de Reino Unido. El gráfico 2 indica que entre los cuatro países Reino Unido tiene mayores intereses financieros internacionales en relación con la acumulación real. Esto refleja la evolución histórica del capitalismo británico y el prolongado papel internacional de la City de Londres.

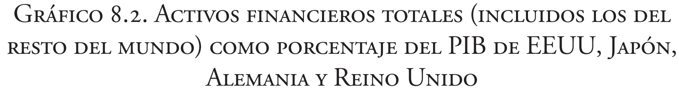
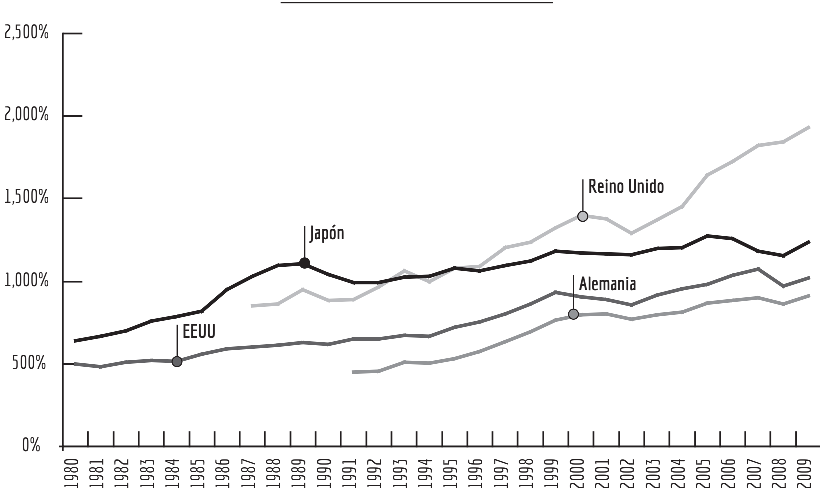


Gráfico 8.2. Activos financieros totales (incluidos los del resto del mundo) como porcentaje del PIB de EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido



Fuente: Flow of Funds, NIPA, tabla 1.1.5 (EEUU); ONS, Financial Statistics Consistent, tablas 12.1, UK Output, Income and Expenditure, tabla C.1 (Reino Unido); Deutsche Bundesbank, Financial Accounts; Statistisches Bundesamt Deutschlands; Bank of Japan, Flow of Funds; Cabinet Office, Government of Japan, National Accounts (Japón).

Ambos gráficos muestran además que, a pesar de la similitud de las tendencias, no ha habido uniformidad en la expansión de las finanzas. La acumulación financiera ha mostrado diferencias significativas entre los países capitalistas maduros, que son vitales para analizar la financiarización y, por tanto, la crisis de 2007. La explosión de la acumulación financiera de Japón en los años ochenta sigue siendo, por ejemplo, un suceso aislado. La acumulación financiera creció mucho en los años dos mil en Reino Unido y EEUU pero presentó menor dinamismo en Alemania y Japón.

Estas diferencias reflejan la relación variable entre la acumulación financiera y la acumulación real en función de los factores contingentes de cada país, tanto los históricos como los institucionales y consuetudinarios. También reflejan variaciones en el desempeño, la composición y dirección de la acumulación real. Un método con larga tradición para representar estas complejas interacciones es la distinción entre el capitalismo anglosajón, basado en el mercado, y el capitalismo de Alemania y Japón, basado en la banca, discutido brevemente en el capítulo 2. En el primero, la acumulación real se conecta con la financiera principalmente a través de las interacciones a distancia que tienen lugar en los mercados financieros; en el segundo, las dos se relacionan principalmente a través de las interacciones vía intermediarios financieros.

Podría parecer razonable asumir que la financiarización ha sido más fuerte en los países anglosajones donde las finanzas se basan en el mercado. Sin embargo, los gráficos 8.1 y 8.2 no muestran que la expansión de las finanzas en estos países haya sobrepasado sustancialmente a la de las finanzas de Alemania y Japón en las tres últimas décadas. Al contrario, la acumulación de activos financieros ha sido un rasgo muy destacable en Japón, que incluye la gran burbuja de finales de los años ochenta; EEUU ha exhibido unos resultados más modestos, aunque la ausencia del sector bancario «en la sombra» distorsiona la perspectiva general de forma significativa; mientras tanto, la acumulación financiera en Alemania ha quedado sistemáticamente rezagada de la del resto de países. Sería más preciso, por tanto, decir que ha habido una expansión financiera sostenida en los cuatro países. Además, la trayectoria del ascenso y consolidación de las finanzas no tiene por qué encajar necesariamente con las ideas preconcebidas sobre el comportamiento de los diferentes sistemas financieros. El sector financiero ha crecido en los países capitalistas avanzados a pesar de que las especificidades nacionales están lejos de desaparecer. No obstante, el crecimiento de las finanzas en los años dos mil ha sido mayor en los sistemas financieros anglosajones y ha ido acompañado de cambios en las prácticas y en los instrumentos financieros. Esta dimensión de la financiarización, que ha sido central durante la enorme crisis del 2007, se examina con mayor detalle en el capítulo 9.

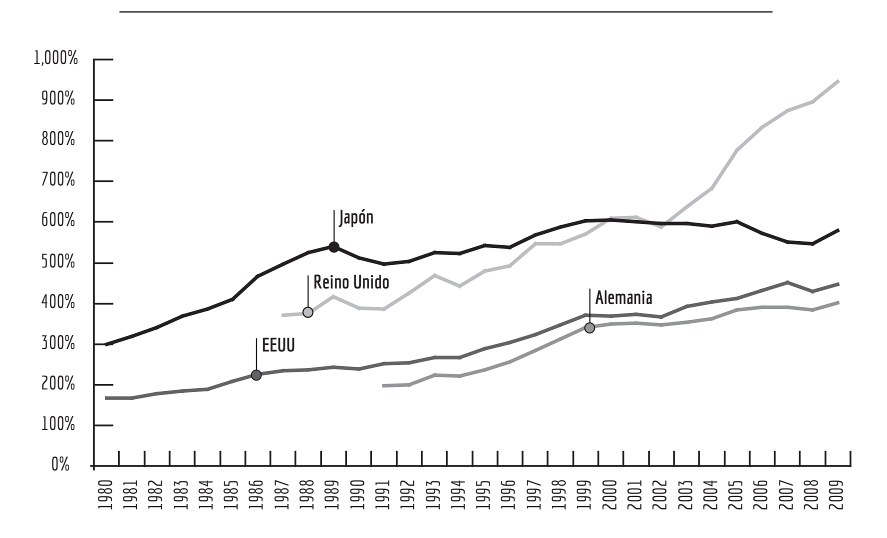
La variación inesperada en el crecimiento de las finanzas surge más claramente cuando la magnitud total de activos financieros se divide en función de quién es el titular: el sector financiero o el sector no financiero, ambos normalizados a través del PIB. El primero podría servir como un somera aproximación a las actividades de las instituciones financieras —bancos, instituciones de ahorros, fondos de pensiones y compañías de seguros, entre otros; el segundo podría servir como aproximación de las actividades financieras de las empresas no financieras y de los particulares (los hogares). De este modo, se puede obtener una visión más amplia gracias a la distinción, ya presentada en el capítulo 6, entre las transacciones financieras que están directamente asociadas a instituciones financieras y las transacciones financieras en las que participan los agentes no financieros[6].

El gráfico 8.3 muestra los activos financieros en manos del sector financiero en los cuatro países; de este se destacan los tres elementos siguientes. En primer lugar, el sector financiero de Reino Unido ha seguido una

[6] Esta correspondencia es muy imperfecta y las conclusiones deben sacarse con cautela. Los activos financieros que tienen los hogares, por ejemplo, están habitualmente mediados por instituciones financieras a las que les generan beneficios. Aun así, hay diferencias considerables entre los cuatro países en relación con los flujos asociados con el sector financiero y el no financiero. A pesar de sus inconvenientes, las ratios que se proponen pueden realzar estas diferencias.

tendencia acelerada al alza desde principios de los años noventa, que se acelera de forma pronunciada en la década de 2000. Únicamente en términos del peso relativo del sector financiero, Reino Unido es el país más financiarizado de los cuatro. Parece que en los últimos años, en Reino Unido, ha surgido una profunda asimetría entre su sector financiero y su sector real, lo cual refleja de nuevo el espacio central que ocupa la City de Londres en los flujos financieros mundiales y, por tanto, su extraordinario papel dentro de la economía del país. En segundo lugar, el sector financiero japonés padece un persistente estancamiento desde principios de los años noventa, e incluso perdió peso relativo en los dos mil. La financiarización está presente en Japón pero el sector financiero se ha visto debilitado por la burbuja de finales de los años ochenta. En tercer lugar, el sector financiero de EEUU, a pesar de ser el más grande del mundo y seguir una clara tendencia al alza a lo largo del periodo, ha estado por detrás en términos relativos del de Reino Unido, si no se tiene en cuenta a la banca «en la sombra».

Gráfico 8.3. Activos financieros en manos del sector financiero como porcentaje del PIB; EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido



Fuente: Flow of Funds, NIPA, tabla 1.1.5 (EEUU);ONS, Financial Statistics Consistent, tablas 12.1, UK Output, Income and Expenditure, tabla C.1 (Reino Unido); Deutsche Bundesbank, Financial Accounts; Statistisches Bundesamt Deutschlands; Bank of Japan, Flow of Funds; Cabinet Office, Government of Japan, National Accounts (Japón).

La expansión de la banca «en la sombra» ha sido un aspecto importante de la financiarización, especialmente en EEUU. El concepto de «banca en la sombra» se refiere esencialmente al surgimiento de instituciones

financieras que no aceptan depósitos como los bancos comerciales, sino que se financian habitualmente mediante la emisión de pasivos en el mercado monetario. El proceso de dar crédito también implica la titulización y la comercialización de este. El fuerte crecimiento de la «banca en la sombra» en EEUU ha sido un rasgo característico de los años dos mil que contribuyó a la generación y posterior estallido de la burbuja, como se muestra con mayor detalle en el capítulo 9. Basta decir aquí que en EEUU a finales de los años dos mil la «banca en la sombra» alcanzó un tamaño similar al de la banca comercial. La caída del peso de los bancos comerciales ha sido interpretada por los economistas de la corriente dominante como una marginalización o «desintermediación», a menudo como parte del mismo proceso de expansión de la financiación directa a través de los mercados abiertos. Sin embargo, los bancos comerciales también se han transformado; de hecho las instituciones financieras «en la sombra» a menudo dependen de estos para financiarse. Los bancos comerciales han seguido siendo la institución central del sistema financiero, incluso en EEUU, tal y como se mostró durante la enorme crisis que estalló en 2007[7].

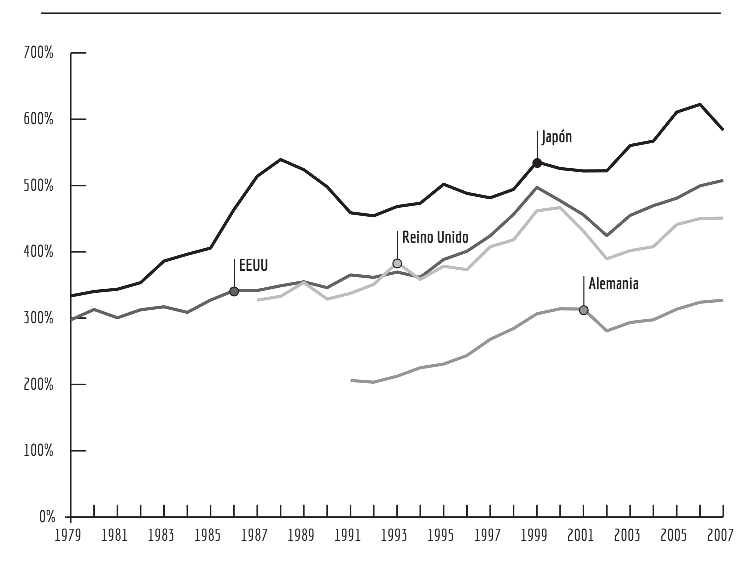
A fin de llevar el análisis de los *stocks* de activos financieros un poco más allá, el gráfico 8.4 muestra los activos financieros en manos del sector no financiero, principalmente hogares y empresas no financieras.

El gráfico 4 indica, de nuevo, que las finanzas han penetrado con fuerza en el sector no financiero, pero cabe ir con cautela a la hora de extraer conclusiones generales. En primer lugar, ha habido una clara tendencia al alza en los cuatro países, lo que señala una creciente penetración de las relaciones financieras en el sector no financiero. En segundo lugar, la adquisición de activos financieros por parte del sector no financiero impulsó la burbuja de Japón de finales de los ochenta, así como la de finales de los noventa. Esto no es un caso aislado en las burbujas bursátiles, sino que es habitual que a última hora, los pequeños inversores compren activos financieros que después resultan en pérdidas de capital. En tercer lugar y en agudo contrate, la burbuja de la década de 2000 en EEUU y Reino Unido no

[7] Para un análisis de la desintermediación y de la continua preocupación por el papel de los bancos, véase Mark Gertler y John H. Boyd, «U.S. Commercial Banking: Trends, Cycles and Policy», en O. Blanchard y S. Fischer (eds.), *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge (MA), MIT Press, 1993; y E. Gerald Corrigan, «Are Banks Special? – A Revisitation», *The Region*, The Federal Reserve Bank of Minneapolis, marzo de 2000. El papel de la banca «paralela» en la crisis de 2007 se discute en el capítulo 9. Para una explicación analítica y descriptiva de la banca en la sombra que incluya los patrones institucionales de crédito, véase Tobias Adrian y Hyon Song Shin, «The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation», *Banque de France Financial Stability Review,* núm. 13, 2009; Tobias Adrian y Hyon Song Shin, «The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-2009», *Annual Review of Economics,* núm. 2, 2010; Zoltan Pozsar *et al.*, «Shadow Banking», Staff Report, núm. 458, Federal Reserve Bank of New York, julio de 2010, rev. febrero de 2012; y Tobias Adrian y Adam Ashcraft, *Shadow Banking Regulation*, Staff Report, núm. 559, Federal Reserve Bank of New York, 2012.

estuvo acompañada por aumentos significativos de la cantidad de activos financieros en manos de los hogares y de las empresas. La naturaleza de esta burbuja fue distinta a la japonesa de los años ochenta, puesto que se basó en la acumulación de deuda por parte del sector no financiero (principalmente los hogares), lo que posteriormente condujo a la acumulación de activos financieros por parte de las instituciones financieras. En cuarto lugar, la penetración de las relaciones financieras en el sector no financiero, no encaja de nuevo con la expectativa a priori de que las finanzas basadas en el mercado hayan sido dominantes durante las décadas de la financiarización: el país líder en este sentido ha sido Japón, mientras que Reino Unido ha quedado generalmente por detrás.

Gráfico 8.4. Activos financieros en manos del sector no financiero como porcentaje del PIB en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido



Fuente: Flow of Funds, NIPA, tabla 1.1.5 (EEUU); ONS, Financial Statistics Consistent, tablas 12.1, UK Output, Income and Expenditure, tabla C.1 (Reino Unido); Deutsche Bundesbank, Financial Accounts; Statistisches Bundesamt Deutschlands; Bank of Japan, Flow of Funds; Cabinet Office, Government of Japan, National Accounts (Japón).

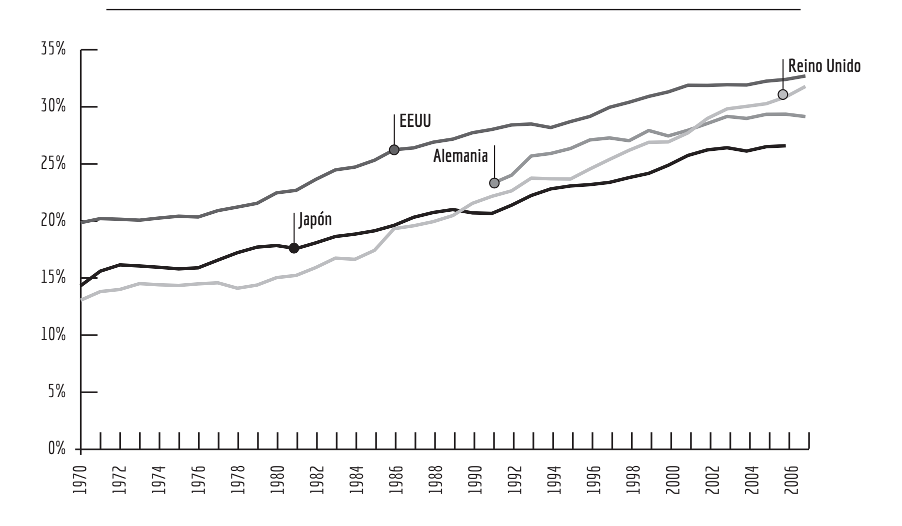
El valor añadido del sector financiero

El carácter de la acumulación financiera en términos agregados puede determinarse con mayor profundidad si se examinan los datos nacionales sobre el valor añadido. El terreno aquí es especialmente traicionero en tanto el valor añadido se refiere esencialmente al valor del producto menos el valor de los insumos (consumo intermedio), de modo que plasma la

generación de valor de cada sector en concreto; la suma del valor añadido de todos los sectores es equivalente al PIB (ajustado con los impuestos y subsidios). Los problemas conceptuales que plantean las finanzas en relación con el valor añadido son evidentes en tanto el sector financiero es una entidad intermedia que no produce valor. No obstante, las agencias de estadística nacionales incluyen en la práctica al sector financiero en el cálculo del PIB. La medición del «producto» de los servicios financieros se hace habitualmente contando los intereses que reciben las instituciones financieras más las tarifas y las comisiones.

Por eso los datos oficiales que se publican sobre el valor añadido pueden ofrecer una cierta idea (muy imperfecta) sobre el valor que se apropia el sector financiero en relación con el valor añadido total. Esta proporción podría expresar el peso relativo del sector financiero en la economía nacional, y especialmente su evolución en el tiempo. Este indicador tiene únicamente un valor heurístico, en tanto el concepto de valor añadido propiamente dicho no se aplica a las finanzas. Una complicación más es, en este sentido, que las estadísticas nacionales de la renta a menudo clasifican al sector financiero dentro de una categoría más amplia que incluye los seguros y los bienes inmuebles (FIRE, por sus siglas en inglés). Los datos usados en el gráfico 5 se refieren a la trayectoria del valor añadido en esta categoría más amplia, en lugar de al sector financiero definido de forma más precisa.

Gráfico 8.5. Valor añadido de las finanzas, los seguros y los bienes inmuebles como porcentaje del valor añadido total (precios corrientes) en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido



Fuente: Cálculos del autor, base de datos de la OCDE.

Hay una clara tendencia al alza en los cuatro países, pero la expansión del sector financiero también presenta mucha variación. Es interesante señalar la diferencia en las posiciones de los cuatro países en términos de valor añadido en comparación con los activos financieros: EEUU es el primero en valor añadido y Japón es el último. En otras palabras, la cantidad de activos financieros no sirve como guía de la apropiación de valor por parte del sector financiero. Sin embargo, el dato más destacable es que Reino Unido tiene un punto de partida relativamente bajo y el porcentaje del valor añadido que representa este amplio sector ha crecido mucho más rápido que en los otros tres países, de modo que a mediados de los años dos mil llegó a acercarse a los niveles de EEUU. La aceleración en Reino Unido empezó a mediados de los años ochenta, lo que indica que la financiarización ha seguido este ritmo acelerado durante más de dos décadas.

Esta sección y la anterior ofrecen evidencias de que las finanzas han ganado importancia como sector de actividad económica en los cuatro países. Las relaciones financieras también han penetrado en el sector no financiero, a la vez que por lo general ha aumentado el valor que el sector financiero se ha apropiado como ingreso bruto. Estos datos —junto con el análisis que se lleva a cabo en el capítulo 7— indican que el equilibrio entre la acumulación real y la acumulación financiera ha cambiado en favor de la segunda, al menos para los principales países de la economía mundial. Sin embargo, sería incorrecto concluir que todas las magnitudes económicas relacionadas con las finanzas han tenido una tendencia al alza durante este periodo. En el ámbito del empleo las cosas lucen de forma distinta y este es un punto bastante importante para el análisis de la financiarización.

El empleo en el sector financiero

Las estadísticas nacionales sobre el empleo agregado del sector financiero en los cuatro países son problemáticas para gran parte del periodo posterior a 1973, ya que el empleo en este sector se ha contabilizado junto con los servicios empresariales, los seguros, el comercio al por menor y los bienes inmuebles. Sin embargo, los datos disponibles para los últimos años se centran más concretamente en el sector financiero y, sobre todo, en la intermediación financiera (aunque el año en el que se produce este cambio es distinto en cada país). De este modo, el gráfico 6 muestra el empleo en la intermediación financiera como porcentaje del empleo total.

Gráfico 8.6. Empleo en la intermediación financiera como porcentaje del empleo total en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido

Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos de la OCDE y OCDE Stat. Extracts.

Nota: Hay cambios estructurales en los datos debido a la redefinición del empleo en las finanzas. Por lo general, el sector ha pasado de denominarse «finanzas, seguros, servicios prestados a las empresas y bienes inmuebles» a, de forma mucho más concreta, «intermediación financiera».

Los países con unas finanzas basadas en el mercado (EEUU y Reino Unido) tienen mayores niveles de empleo en el sector financiero que los países con unas finanzas basadas en la banca (Japón y Alemania). Sin embargo, el aspecto más sorprendente del gráfico 8.6 es que los niveles de empleo han sido bajos y se han mantenido estables en los cuatro países: la proporción de la mano de obra empleada en la intermediación financiera se ha mantenido (o incluso ha disminuido de forma sutil) al tiempo que el sector financiero se expandía. Si el empleo en la intermediación financiera (principalmente en la banca) se tomara como una aproximación del empleo en el sector financiero agregado, resultaría que la financiarización no ha conllevado un aumento sostenido de la proporción de mano de obra empleada en el ámbito de las finanzas[8].

Las razones que explican el estancamiento del empleo en la intermediación financiera no se vislumbran inmediatamente y probablemente están relacionadas con la transformación de la banca, que se discute en los siguientes apartados de este capítulo. Basta decir aquí que la banca

[8] Greta Krippner ha demostrado que la financiarización de la economía de EEUU no ha generado un aumento proporcional del empleo en el sector financiero. Greta Krippner, «The Financialization of the American Economy», *Socio-Economic Review,* núm. 3, 2005.

se ha reestructurado en profundidad en las últimas tres décadas, lo que ha alterado la combinación de aptitudes laborales y tecnologías empleada. La automatización ha transformado el trabajo de los cajeros tradicionales, mientras que las tecnologías de la información han cambiado la naturaleza del trabajo administrativo. Los bancos también han aumentado su presencia mediante cajeros automáticos en detrimento de la expansión de la red de sucursales. Por último, los bancos están bajo presión competitiva para reducir su número de empleados, como quedó patente en Japón desde que acabara la burbuja de los años ochenta[9].

El fuerte crecimiento de la banca en los años noventa y dos mil ha sido posible gracias a una utilización relativamente estable del factor trabajo.

Las ganancias financieras

La proporción relativamente pequeña de la mano de obra empleada por los bancos pone en relieve la última parte de los datos empíricos con relación al cambio en el equilibrio entre la acumulación real y la financiera. Las ganancias financieras han pasado a ser una parte importante, y en crecimiento, del total de ganancias en el curso de la financiarización.

Los datos más claros y accesibles sobre esta cuestión son los que proporciona la National Income and Product Accounts (NIPA). Empleando los datos de la NIPA, el gráfico 8.7 delinea la evolución en EEUU de las ganancias financieras como porcentaje de las ganancias totales. Las ganancias financieras hacen referencia aquí a las ganancias antes de impuestos de las finanzas, los seguros, la banca y otros conglomerados financieros; los cálculos incluyen el ajuste de la valoración del inventario y del consumo de capital. Los resultados reflejan en parte el método de cálculo pero la tendencia global y las fluctuaciones de las ganancias financieras siguen siendo sustancialmente las mismas que si se usaran otros métodos de cálculo.

Se ha dado una tendencia general al alza de la proporción de las ganancias financieras a lo largo del periodo de posguerra en EEUU, pero con tres fases distintas. En primer lugar, se produjo un crecimiento sostenido de las ganancias financieras desde 1945 hasta principios de la década de 1970, en los años del largo *boom* de posguerra, durante los cuales las finanzas estuvieron muy controladas. En segundo lugar, se produjo un periodo de estancamiento —e incluso de cierto descenso— entre principios de los años setenta hasta finales de los años ochenta. En tercer lugar, desde principios de los ochenta hasta la actualidad, la tendencia al alza ha pasado a ser

[9] Para un análisis más pormenorizado sobre estos temas, véase C. Lapavitsas y Paulo Dos Santos, «Globalization and Contemporary Banking: On the Impact of New Technology», *Contributions to Political Economy,* núm. 27, 2008, pp. 31-56.

mucho más pronunciada, alcanzando las ganancias financieras la extraordinaria proporción del 45 % de las ganancias totales a principios de los años dos mil. La fluctuación más violenta es de lejos la crisis de los años dos mil por las razones que se discuten en el capítulo 9.

Gráfico 8.7. Beneficios financieros como porcentaje de las ganancias totales en EEUU

Fuente: Elaboración propia a partir de la NIPA, tabla 6.16. El beneficio financiero aquí se refiere al beneficio de las finanzas, los seguros, la banca y otros conglomerados de este sector. El beneficio interno incluye el ajuste por valoración de existencias y por consumo de capital. El beneficio financiero y el interno son antes de impuestos.

No hay datos comparables para los otros países de la muestra. Para Reino Unido y Japón es posible, no obstante, utilizar las estadísticas de la Renta Nacional para hacerse una idea aproximada del peso de las ganancias financieras respecto al total. Se pueden calcular aproximadamente las ganancias financieras y no financieras mediante la renta disponible bruta de las empresas financieras y no financieras, respectivamente, a la que se podrían añadir los impuestos sobre la renta y la riqueza (respectivamente)[10]. Las sumas, a pesar de estos inconvenientes, pueden ofrecer una visión del comportamiento de las ganancias financieras tanto en Reino Unido como en Japón durante las tres últimas décadas.

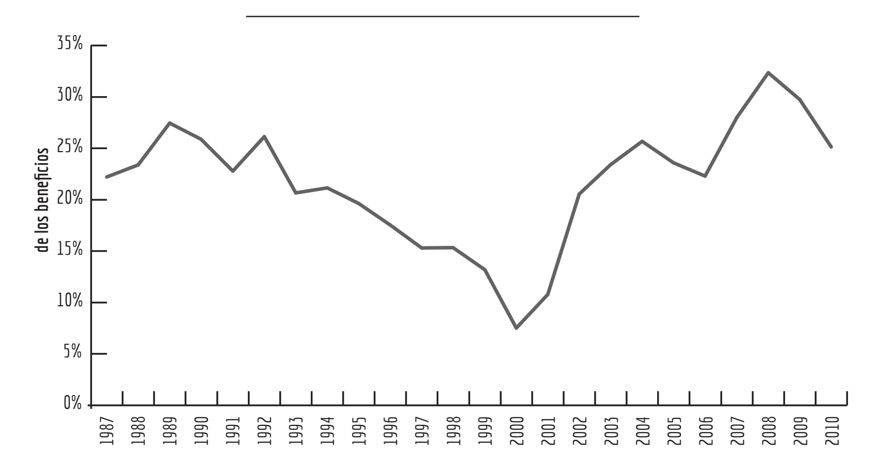
En el caso de Reino Unido, los datos relevantes disponibles pertenecen a un periodo de tiempo mucho más corto que los datos disponibles para EEUU, ya que empiezan después de finales de los años ochenta[11]. El gráfico

[10] La renta disponible bruta del Reino Unido se calcula una vez se han descontado los impuestos corrientes, y por tanto debe hacerse un ajuste para permitir una mejor comparación con las ganancias antes de impuestos de EEUU.

[11] Las cuentas nacionales de Reino Unido incluyen las empresas financieras, las empresas públicas y las empresas privadas no financieras. La suma de sus ganancias antes de impuestos se toma como la ganancia doméstica total.

8.8 muestra una tendencia al alza moderada de las ganancias financieras en Reino Unido, a pesar de que su carácter cíclico es más pronunciado. Emulando en parte el comportamiento de las ganancias financieras en EEUU durante el mismo periodo, tras un crecimiento a finales de los años ochenta y principios de los noventa, las ganancias financieras de Reino Unido, como proporción de las ganancias totales, disminuyeron continuadamente hasta principios de la década de 2000. Sin embargo, a lo largo de esta década, las ganancias financieras crecieron rápidamente y acabaron el periodo con un nivel significativamente superior.

Gráfico 8.8. Beneficios antes de impuestos de las empresas financieras como porcentaje de los beneficios internos totales antes de impuestos en Reino Unido



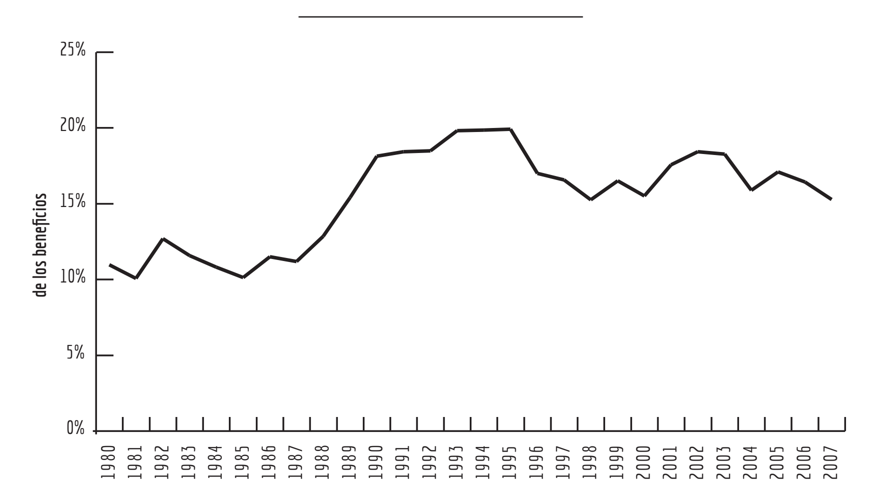
Fuente: Elaboración propia a partir de la ONS, Income and Capital Account, tablas 14.2-14-.4.

Nota: La suma de la renta disponible bruta y los impuestos sobre la renta se utiliza como aproximación a las ganancias antes de impuestos de las empresas financieras. Por sectores domésticos se entiende las empresas financieras, las empresas públicas y las empresas privadas no financieras.

Japón representa una imagen similar pero a la vez distinta[12]. El gráfico 9 muestra cómo las ganancias financieras crecieron rápidamente durante la burbuja de los años ochenta; fue entonces cuando entraron en un periodo de estancamiento, e incluso de leve descenso aunque se mantuvieron en cuotas generalmente altas. Las ganancias financieras en Japón presentan también un aspecto cíclico, pero este es relativamente moderado si se compara con EEUU y Reino Unido.

[12] Las cuentas nacionales de Japón proporcionan datos sobre las empresas financieras y las no financieras. La suma de sus ganancias antes de impuestos se considera que son las ganancias financieras totales.

Gráfico 8.9. Beneficios antes de impuestos de las empresas financieras como porcentaje de los beneficios internos totales antes de impuestos; Japón



Fuente: Elaboración propia a partir del Cabinet Office (Government of Japan), Annual Report on National Accounts de 2009.

Nota: La suma de la renta disponible bruta y los impuestos sobre la renta se utiliza como aproximación a las ganancias antes de impuestos de las empresas financieras.

La trayectoria de las ganancias financieras es quizás el aspecto más sorprendente de la financiarización y un fuerte indicio del cambio en el equilibrio entre la acumulación financiera y la real. Los gráficos 8.7, 8.8 y 8.9 confirman, en términos generales, que la financiarización ha estado asociada con el crecimiento de las ganancias financieras en comparación con las ganancias derivadas de la acumulación real. Dicho de otro modo, el peso de las ganancias generadas en la circulación parece haber aumentado en comparación con las ganancias generadas en la producción. Cabe señalar que los gráficos subestiman las ganancias financieras agregadas, ya que no incluyen las ganancias que acumulan los particulares y las empresas gracias a la posesión de activos financieros. Además, estos gráficos no incluyen las ganancias financieras que acumulan los gestores de las finanzas en la forma de primas y salarios.

En resumen, los datos que se presentan en esta sección indican que en los países capitalistas maduros, la acumulación financiera ha estado por lo general en ascenso, aunque con variaciones considerables. Los flujos de capital prestable y la magnitud de los ingresos financieros con relación al PIB señalan un peso cada vez mayor de las finanzas en la economía. Ante todo, las ganancias financieras han pasado a ser la parte más importante del

total de las ganancias, incluso a pesar del estancamiento del empleo en el sector financiero. Dado que las finanzas son una actividad de intermediación que no genera valor ni plusvalía, la fuente de las ganancias financieras reside en las ganancias y las rentas creadas en otras partes de la economía. De este modo, incluso a este nivel de agregación tan elevado, parece que la expropiación financiera o la «ganancia derivada de la alienación o de la expropiación» ha ganado importancia en el curso de la financiarización. Esta cuestión se considera con mayor profundidad en el siguiente apartado, al lado de las relaciones fundamentales de la financiarización.

Las relaciones fundamentales de la financiarización en los países avanzados

El ascenso y la consolidación de la acumulación financiera es un reflejo de la financiarización en su conjunto, pero no revela por sí mismo las tendencias que la definen. La financiarización en los países capitalistas desarrollados, como se ha afirmado en distintas partes de este libro, tiene relación con los cambios fundamentales en la conducta de las empresas no financieras, los bancos y los particulares (u hogares). Este epígrafe se centra, por tanto, en las relaciones económicas y sociales que constituyen el núcleo de lo que podríamos llamar financiarización avanzada. Se demuestra que los capitales industriales y financieros han modificado sus operaciones, en parte con el objeto de obtener ganancias financieras, y de este modo han reforzado las antiguas tendencias predatorias de las finanzas. Se han creado nuevos estratos sociales que reciben ingresos relacionados con las finanzas y que solo comparten algunas similitudes con los rentistas de otras épocas. En este sentido, la financiarización representa una transformación sistémica del capitalismo maduro.

La financiarización de las empresas no financieras

Las relaciones fundamentales de la financiarización tienen sus raíces en las operaciones financieras del capital no financiero. No obstante, la financiarización ni representa una fuga del capital productivo hacia el ámbito de las finanzas con el fin de obtener mayores ganancias, ni tampoco el giro del capital productivo hacia las actividades financieras a costa de la inversión productiva. La financiarización representa, en cambio, la transformación de la combinación de las actividades financieras y no financieras, que integran la circulación del capital productivo. Esta transformación tiene implicaciones para la financiación de la inversión, la búsqueda de ganancias financieras, la organización interna de las empresas no financieras y la tendencia a la crisis, que se considera en profundidad en los siguientes capítulos de este libro.

No es una exageración afirmar que tanto las operaciones monetarias como las financieras son esenciales para la circulación del capital productivo. Estas operaciones incluyen los compromisos del capital dinerario en una inversión inicial, recibir crédito comercial para comprar insumos, anticipar crédito comercial para vender el producto, tomar prestado el capital prestable para expandir y mantener los flujos en circulación, gestionar ingresos, pagos y atesoramientos de dinero, prestar temporalmente capital dinerario ocioso a terceros y, no menos importante, recibir el valor nominal del producto con suficiente regularidad como para prevenir la interrupción de la circulación. El capital productivo está constantemente activo en el ámbito de las finanzas, al tiempo que combina sistemáticamente las operaciones monetarias y financieras con las productivas y comerciales. El dinero y las finanzas están presentes en el origen de la circulación del capital productivo y permanecen interconectados con sus operaciones.

La financiarización del capital productivo representa tanto una transformación de las actividades financieras como un cambio en el equilibrio entre las actividades financieras y las no financieras que son esenciales para la circulación. El capital no financiero (industrial y mercantil) ha alterado la financiación de sus principales actividades, ha adquirido más habilidades financieras y, en consecuencia, ha reestructurado sus operaciones para generar ganancias. Para determinar la financiarización de las empresas no financieras, debe tomarse el análisis teórico como punto de partida de las operaciones financieras intrínsecas a la circulación del capital productivo. El análisis del sistema financiero realizado en el capítulo 5 es, en este sentido, de vital importancia en tanto que, como se demostró, las raíces tanto de la pirámide de las relaciones crediticias como del terreno asociado de las operaciones del mercado bursátil se encuentra en los procesos de la acumulación real. Las necesidades de financiación y las operaciones del capital productivo están en la base del sistema financiero, incluso a pesar de que las segundas mantengan cierta autonomía y de que la procedencia de algunas de sus instituciones se remonte a muy atrás en la historia.

La economía dominante propone la teoría de la «selección jerárquica» (o *pecking order theory* en inglés) con el objeto de plasmar las actividades financieras de las empresas no financieras; una ordenación secuencial de la financiación que viene determinada por su coste y por la facilidad de acceder a esta, que se sustenta sobre la base de la asimetría de información entre los gestores de los fondos y sus propietarios[13]. Las empresas normalmente

[13] Stewart C. Myers, «The Capital Structure Puzzle», *Journal of Finance,* núm. 39:3, 1984; Stewart C. Myers y Nicholas S. Majluf, «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have», *Journal of Financial Economics,* núm. 13:2, 1984. Véase también Stewart C. Myers, «Capital Structure», *Journal of Economic Perspectives,* núm. 15:2, 2001.

prefieren financiar la inversión mediante las ganancias no distribuidas, pero las nuevas empresas que crecen rápidamente suelen necesitar financiación externa. Las formas de esta financiación externa dependen del riesgo, de los costes y de la disponibilidad en el tiempo; una jerarquía de preferencias habitual sería, por orden, el crédito comercial, el papel comercial, los créditos bancarios, los bonos, los bonos convertibles y las acciones. Las acciones se encuentran en último lugar porque son una señal de que los gestores creen que la empresa está sobrevalorada. La teoría de la «selección jerárquica» contrasta habitualmente con la teoría del «dilema», cuyo argumento esencial es que las empresas deciden sobre el nivel de apalancamiento tratando de equilibrar los beneficios fiscales y los costes de quiebra que conlleva el endeudamiento. La teoría del «dilema» (*trade-off* en inglés) puede dotarse de un aspecto dinámico, ya que para decidir el nivel de apalancamiento se considera la interacción de las prácticas financieras y de inversión teniendo en cuenta también los impuestos, los costes de los riesgos financieros y los costes de las emisiones de acciones[14]. Los datos empíricos de EEUU, al menos, dan algún respaldo a la teoría de la «selección jerárquica», pero los resultados no son muy concluyentes; en la práctica, el apalancamiento en las grandes empresas norteamericanas no es tan alto como debería ser según la teoría y las empresas tienen demasiado capital en acciones[15].

Desde la perspectiva de la economía política marxista, ambas teorías son desde el principio «demasiado abstractas», y en consecuencia suponen una falsa contradicción. A causa de la naturaleza del crédito y del capital prestable, discutida en el capítulo 5, no puede haber una teoría general de las decisiones de financiación de la empresa capitalista. En la práctica, las empresas capitalistas ordenan sus opciones de financiación y escogen entre acciones y deuda basándose en factores contingentes. Un rasgo destacable de la financiación de las grandes empresas durante la mayor parte del siglo XX ha sido, no obstante, el papel dominante de las ganancias no distribuidas. La economía política puede aportar nuevas ideas a esta cuestión.

Las operaciones financieras fundamentales del capital productivo tienen que ver, en primer lugar, con comprometer capital dinerario en cantidades suficientes como para iniciar la circulación y, en segundo lugar, con asegurar la devolución regular del capital dinerario para mantener la continuidad de la rotación. El capital productivo se

[14] Véase, por ejemplo, Mark T. Leary y Michael R. Roberts, «Do Firms Rebalance Their Capital Structures?», *Journal of Finance,* núm. 60:6, diciembre de 2005, pp. 2575-2619.

[15] Eugene Fama y Kenneth French, «Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt», *Review of Financial Studies,* núm. 15:1, 2002. Véase también Murray Frank y Vidhan Goyal, «Tradeoff and Pecking Order Theories of Debt», B. Espen Ecko (ed.), *The Handbook of Empirical Corporate Finance*, Amsterdam, Elsevier, 2008.

autofinancia, en la medida en que apoya su propia circulación, principalmente gracias a los ingresos de las ventas, una condición que depende de una demanda adecuada de sus productos. Los costes de reposición y los desembolsos en nuevas inversiones que realiza el capital productivo dependen, en principio, de la recuperación de los costes a partir de las ventas y de mantener las ganancias a lo largo del tiempo. La financiación del capital productivo, por tanto, tiene un carácter «interno» que pasa a ser dominante una vez que se imponen las tendencias monopolistas en el capitalismo maduro[16].

Por otro lado, la participación del capital productivo en relaciones de financiación «externa» empieza con el crédito comercial. Este surge de forma espontánea entre los capitales industriales y comerciales y pasa a estar estrechamente vinculado con el crédito bancario, como se muestra en el capítulo 5. El crédito comercial es para el capital productivo el campo de entrenamiento para la adquisición de habilidades financieras, en parte por las relaciones comerciales entre compradores y vendedores, y en parte por la relación con los bancos. Tomar prestado el capital dinerario prestable de los bancos y poner a disposición el capital dinerario ocioso son prácticas financieras que el capital industrial realiza sobre la base del antecedente del crédito comercial. Para el capital productivo, el acceso al capital dinerario prestable en los mercados abiertos, ya sea en forma de deuda o de capital accionarial, requiere estar familiarizado con el crédito bancario y tener ciertas habilidades financieras. Esta es una actividad apta únicamente para las grandes unidades de capital, los monopolios a los que hace referencia la teoría marxista.

La financiarización del capital productivo supone en este contexto un cambio en la composición de la financiación «externa»: los fondos que se obtienen en el mercado abierto ganan importancia en relación con los fondos que provienen de los bancos. Las habilidades y actividades del capital productivo cambian correlativamente. Sin embargo, las variaciones en la composición de la financiación «externa» siempre suceden gracias a un cambio en el equilibrio entre la financiación «interna» y financiación «externa». Este equilibrio depende de los aspectos tecnológicos de la producción, la velocidad de rotación, el grado de monopolización, la organización institucional de los mercados y una serie de factores históricos específicos. El análisis de la financiarización del capital productivo debe empezar, por tanto, con el examen del equilibrio entre la financiación «interna» y la financiación «externa».

[16] Esta es la esencia de la objeción que Sweezy hizo al análisis de Hilferding de la financiación de la inversión por parte del capital monopolista.

Hilferding afirmó que, a medida que la escala de la producción crecía, el equilibrio entre la financiación «interna» y la financiación «externa» cambiaba inexorablemente en favor de la segunda y que esta estaría dominada por la banca. La primera parte del silogismo de Hilferding es incorrecta; la segunda es específica de su momento histórico y no encaja con la evidencia contemporánea. De hecho, no hay a priori una formulación teórica ni sobre el equilibrio de la financiación «externa» y la financiación «interna» ni sobre la composición de la financiación «externa». Ambas son históricamente contingentes y reflejan los rasgos específicos del capital industrial y financiero en periodos y casos concretos; deben, por tanto, ser analizadas en estos términos. No obstante, Hilferding hizo una contribución decisiva al destacar el impacto que la financiación «externa» tiene sobre las operaciones del capital que genera la financiación «interna». La organización interna y la conducta del capital productivo están influidas por la deuda y las participaciones en la empresa que dan comienzo y sostienen la circulación en la esfera de la producción. Este es un aspecto importante de la financiarización que se considerará más adelante.

Cabe señalar que para establecer las relaciones subyacentes de la financiarización no es necesario examinar con más detalle las fuerzas que determinan el equilibrio entre la financiación «interna» y la financiación «externa» del capital productivo. Es probable, por ejemplo, que las nuevas tecnologías de la información y la comunicación desarrolladas durante las últimas tres décadas hayan alterado las necesidades de inversión del capital productivo, a la vez que han acelerado la rotación reforzando el papel de la financiación «interna». También es probable que el ascenso de los grandes capitales monopolistas haya acentuado todavía más la importancia de las ganancias no distribuidas para la inversión. Sin embargo, para el análisis de la financiarización basta establecer cuál ha sido la relación entre la financiación «interna» y la financiación «externa». Esta es una base apropiada a partir de la cual examinar el cambio en la composición de la financiación «externa» que se encuentra en el núcleo de la financiarización.

El análisis empírico de la financiarización de las empresas no financieras de este capítulo procede en dos fases. La primera considera la trayectoria de la utilización de fondos «internos» en relación con los «externos» para financiar la inversión agregada durante las últimas cuatro décadas. Se utilizan datos netos, es decir, aquellos que surgen tras compensar las fuentes y los usos de los fondos del conjunto de las empresas no financieras. Este enfoque tiene un riesgo obvio: se cancelan las actividades financieras de las empresas no financieras en ambos lados del balance. Sin embargo, los resultados pueden esclarecer algunos elementos de las prácticas de financiación del sector productivo en los cuatro países. La segunda fase analiza

la composición de la financiación «externa» y considera el equilibrio entre el «crédito comercial» y las fuentes de fondos «bancarios» y «de mercado». El análisis se centra en el peso relativo, pero también en la combinación de activos y pasivos financieros de las empresas no financieras. Los cálculos se hacen en bruto y ofrecen una perspectiva adicional que rectifica en cierta medida la primera fase.

Los datos se obtienen de las cuentas de flujos de fondos de los cuatro países y, por tanto, presentan problemas importantes; dos de los que destacan merecen ser mencionados antes de comenzar con el análisis. El primero, y de lejos el más grave, es que los datos no diferencian entre las grandes empresas monopolistas y otras empresas no financieras. Teniendo en cuenta que el argumento analítico de este libro es que la tendencia a la financiarización se aplica principalmente a las grandes empresas en los países maduros, es necesario interpretar los resultados con cautela. El segundo problema es que los datos sobre activos y pasivos financieros de las empresas no financieras en EEUU contienen una categoría enorme denominada «patrimonio» que sobrepasa el 50 % del conjunto de los pasivos. No está claro cómo se ha construido esta categoría y esto complica el análisis de la composición de los pasivos financieros de las empresas norteamericanas.

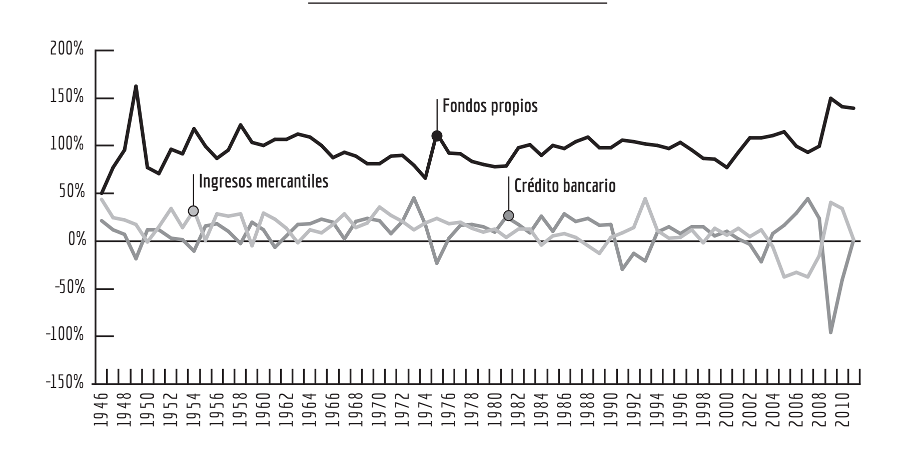
La primera fase examina la financiación de la inversión agregada utilizando un marco que fue desarrollado originalmente por Jenny Corbett y Tim Jenkinson[17]. El marco —que ha sido adaptado para el presente capítulo del modo que se explica en detalle en el apéndice— establece la financiación de la inversión a través de la compensación entre las fuentes y los usos de los fondos. De este modo, se muestra cómo se financia la inversión a través de ganancias no distribuidas («internas»), así como de una variedad de métodos («externos») que incluyen los créditos y los títulos, entre otros. Para su adecuación a los objetivos analíticos de este libro, la financiación «externa» se ha agrupado en dos categorías: la financiación «de mercado» y la «bancaria», tal y como se explica en el apéndice. Los resultados para la financiación del comercio no se presentan en los gráficos porque su magnitud no era suficientemente grande como para incluirlos y habrían complicado sin necesidad la exposición.

---

[17] Véase Jenny Corbett y Tim Jenkinson, «The Financing of Industry, 1970-1989: An International Comparison», *Journal of the Japanese and International Economies,* núm. 10:1, 1996. Este marco ha sido objeto de críticas, en particular por utilizar la financiación neta en lugar de la bruta; véase, por ejemplo, Andreas Hackethal y Reinhard Schmidt, «Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results», Working Paper Series: Finance and Accounting, núm. 125, Goethe University Frankfurt, enero de 2004. Para nuestros objetivos, este marco es muy útil, concretamente porque el análisis bruto de las actividades financieras de las empresas no financieras es considerado en la última parte de este capítulo.

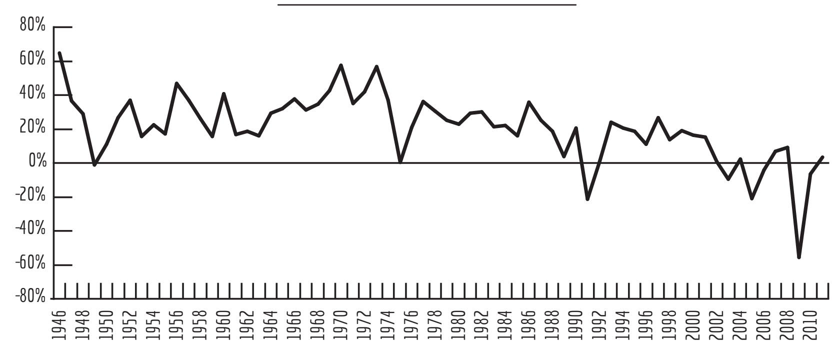
El gráfico 8.10 muestra así que, en el caso de EEUU, la financiación «interna» ha dominado la financiación de la inversión durante todo el periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial. Este predominio ha sido casi absoluto en los años de la financiarización, ya que la financiación «interna» ha representado por lo general el total de la inversión; e incluso significativamente más tras el estallido de la crisis de 2007, en la medida en que las empresas norteamericanas han mantenido muchos más fondos de los que invierten. La financiación «externa», en el caso de las empresas de EEUU, ha sido mucho menos importante y ha tenido una carácter mucho menos cíclico a lo largo del mismo periodo. Cabe destacar que ambas, la financiación «de mercado» y la «bancaria», se han movido en dirección opuesta, especialmente en los años dos mil. Si se añade la financiación «externa» como se hace en el gráfico 8.11, queda claro que su peso relativo ha caído en EEUU desde finales de los años setenta. En resumen, la financiarización en EEUU ha sido un periodo en el que las grandes empresas no financieras han confiado en las ganancias no distribuidas a expensas de la financiación «externa».

Gráfico 8.10. Fuentes netas de financiación como porcentaje de los gastos de capital en EEUU



Fuente: Elaboración propia a partir de US Flow of Funds, tabla F.102.

Gráfico 8.11. Financiación externa neta total como porcentaje de los gastos de capital en EEUU

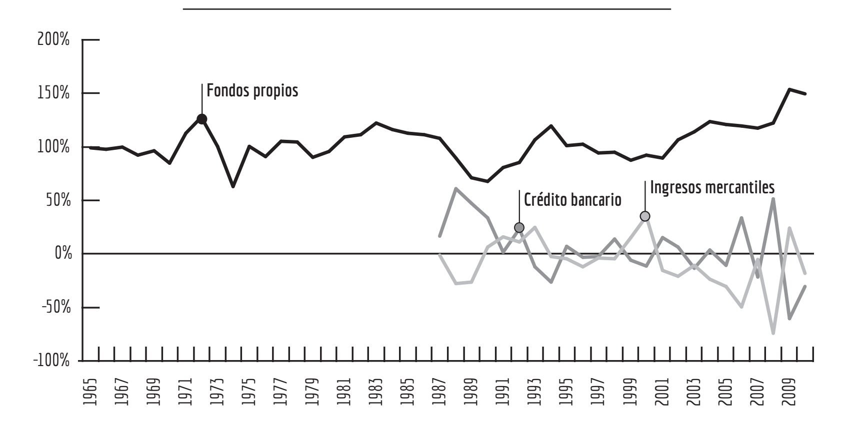


Fuente: Elaboración propia a partir de US Flow of Funds, tabla F.102.

Nota: La financiación externa neta total se calcula a través de la suma de la financiación neta bancaria y la de mercado.

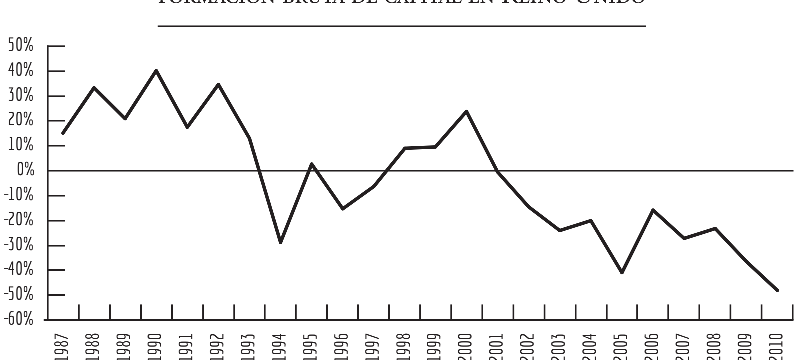
Los resultados para Reino Unido son similares, como se muestra en el gráfico 8.12. La financiación neta de la inversión a lo largo de los años de la financiarización se ha basado principalmente en las ganancias no distribuidas; en los años dos mil, en concreto, las empresas no financieras de Reino Unido mantuvieron muchos más fondos de los que invirtieron. La financiación «externa» ha sido muy cíclica y, a su vez, la financiación «bancaria» y «de mercado» se han movido en direcciones opuestas. Finalmente, la disminución de la importancia de la financiación «externa» en los años de la financiarización es también clara en el gráfico 8.13, que agrupa la financiación «bancaria» y la «de mercado».

Gráfico 8.12. Fuentes netas de financiación como porcentaje de la formación bruta de capital en Reino Unido



Fuente: Elaboración propia a partir de la ONS, Financial Statistics, tablas 11.1D y 14.3C.

Gráfico 8.13. Financiación externa neta total como porcentaje de la formación bruta de capital en Reino Unido



Fuente: Elaboración propia a partir de la ONS, Financial Statistics, tablas 11.1D y 14.3C.

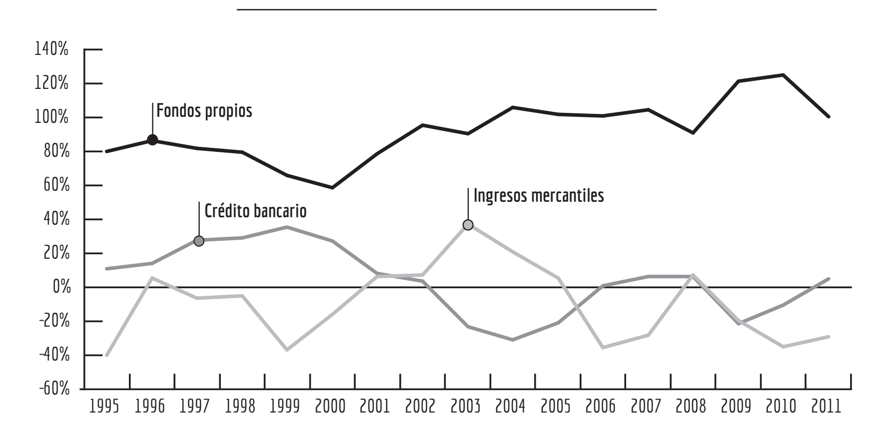
Nota: La financiación neta externa total se calcula mediante la suma de la financiación neta bancaria y de mercado.

Los gráficos de Alemania son igualmente sorprendentes, aunque los datos no permiten que se estime la financiación de la inversión en un periodo de tiempo comparable al de EEUU o Reino Unido. No obstante, parece claro, como se ve en el gráfico 8.14, que las ganancias no distribuidas han sido la forma dominante de financiación y su importancia ha aumentado continuamente en los años dos mil. En este sentido, las empresas no financieras alemanas no son diferentes de las de EEUU y Reino Unido, a pesar del carácter basado en la banca del sistema financiero alemán. Cabe señalar que la financiación «externa» también ha tenido un comportamiento bastante cíclico, mientras que la financiación «bancaria» y la «de mercado» también se han movido en direcciones opuestas. Finalmente, el gráfico 8.15 muestra que la financiación «externa» total de la inversión ha disminuido en importancia de forma similar a lo que ha sucedido en EEUU y Reino Unido.

Sin embargo, los resultados más sorprendentes son los de Japón, la cuna histórica de la financiación basada en la banca y un país en el que las empresas no financieras han confiado tradicionalmente en los préstamos bancarios para financiar la inversión. Los datos de Japón presentan problemas especialmente difíciles de tratar, y que se explican en el apéndice; por eso mismo los gráficos deben tratarse con mucha cautela. Lo que importa son las tendencias y no los niveles absolutos que se estiman. De este modo, el gráfico 8.16 muestra que los fondos «internos» empiezan a ganar importancia a principios de los años noventa y tras el estallido de la burbuja japonesa de los años ochenta. El ascenso de las ganancias no distribuidas en las dos décadas posteriores ha sido asombroso; en 2010,

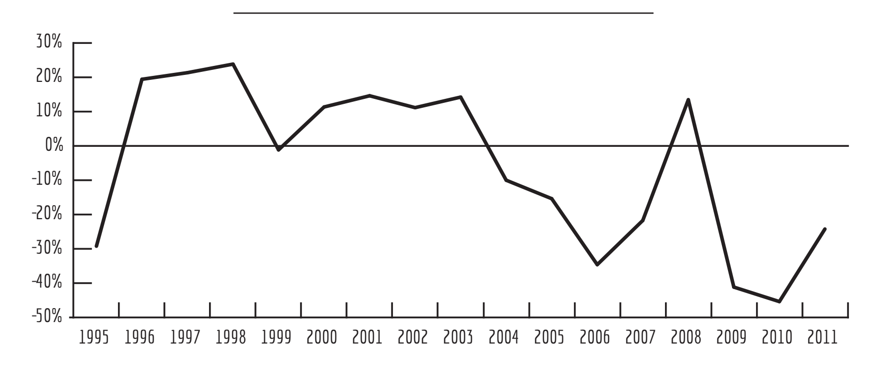
las empresas no financieras de Japón mantenían volúmenes sustanciales de fondos líquidos. El crédito bancario y la financiación de mercado han disminuido continuamente en importancia y han fluctuado en direcciones opuestas. La caída de la financiación «externa» también se aprecia en el gráfico 8.17. Hay pocas dudas de que las empresas no financieras de Japón se han vuelto menos dependientes de la financiación de los bancos (y otras formas externas), en comparación con cualquier otro momento del periodo de posguerra.

Gráfico 8.14. Fuentes netas de financiación como porcentaje de la formación bruta de capital; Alemania



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat, Annual Sector Accounts.

Gráfico 8.15. Financiación externa neta total como porcentaje de la formación bruta de capital; Alemania



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat, Eurostat, Annual Sector Accounts.

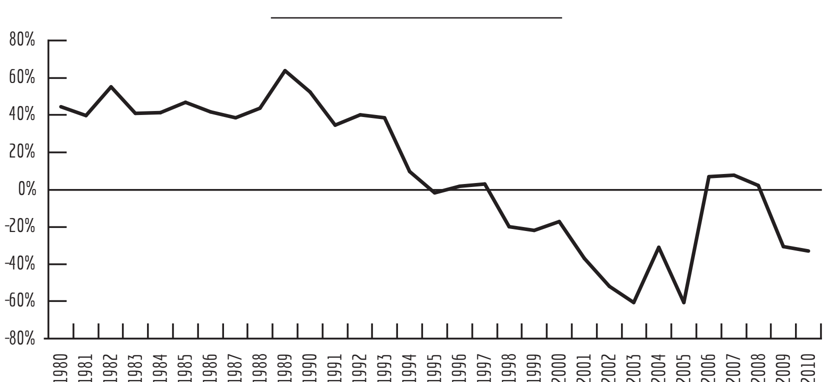
Nota: La financiación externa neta total se calcula a través de la suma de la financiación neta bancaria y la de mercado.

Gráfico 8.16. Fuentes netas de financiación como porcentaje de los gastos de capital en Japón

Fondos propios, National Accounts, 2010
Fondos propios, Historical Statistics of Japan de Japón
Crédito bancario
Ingresos mercantiles

Fuente: Elaboración propia a partir del Bank of Japan, Flow of Funds; Cabinet Office, Government of Japan, Historical Statistics of Japan, tablas 3-29-b y 3-30-a (1980-2003); Cabinet Office, National Accounts, 2010, Flow, tablas 2.2, 3.1 (2001-2010).

Gráfico 8.17. Financiación externa neta total como porcentaje de los gastos de capital en Japón



Fuente: Elaboración propia a partir del Bank of Japan Flow of Funds; Cabinet Office, Government of Japan, Historical Statistics of Japan, tabla 3-30-a (1980-2003); Cabinet Office, National Accounts, 2010, Flow, tabla 3.1 (2001-2010).

Nota: La financiación neta externa total se calcula a través de la suma de la financiación neta bancaria y la de mercado.

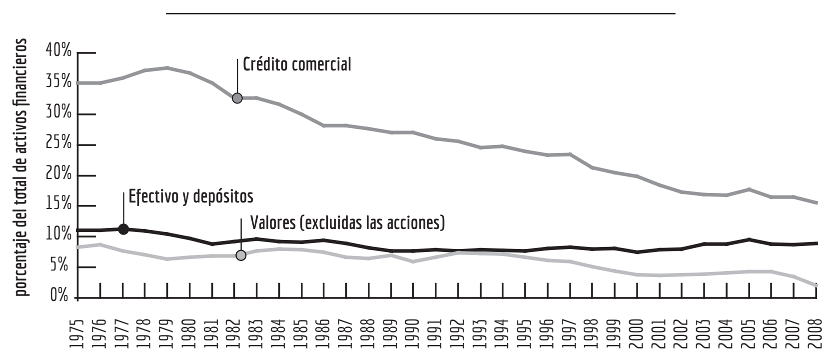
En resumen, la primera etapa de la investigación empírica de las empresas no financieras ha determinado que en los cuatro países ha crecido la independencia respecto a la financiación «externa». El capital productivo en los países líderes de la financiación basada en el mercado y en la banca confía

cada vez más en las ganancias no distribuidas para financiar la inversión sobre bases netas. La financiarización viene caracterizada por la distancia, cada vez mayor, entre las empresas no financieras y los bancos. Bajo este supuesto fundamental, la financiarización se presenta en los países capitalistas sin importar la caracterización histórica de sus sistemas financieros. Al mismo tiempo, las empresas no financieras han adquirido habilidades y capacidades que les permiten una colaboración más estrecha con los mecanismos del sistema financiero. Hay, en este sentido, grandes diferencias entre los países capitalistas, tal y como se demuestra a continuación.

La segunda fase del análisis empírico de las empresas no financieras se centra en la composición de la «financiación externa» y se consideran los usos y las fuentes de los fondos en términos brutos. El objetivo es tratar de plasmar el cambio en la implicación de las empresas no financieras en el sector financiero en ambos lados del balance, mostrando a las empresas no financieras tanto como prestatarios (receptores) como prestamistas (oferentes) de fondos. Otro de los objetivos es demostrar el cambio en la composición de las actividades «externas», de nuevo en los dos lados del balance, para establecer el trasfondo de la financiarización.

Primero se considera la composición de los activos financieros de las empresas no financieras, mostrados para cada país en los gráficos 18, 19, 20 y 21. Las categorías escogidas para reflejar la composición son: en primer lugar, las divisas y los depósitos, que indican la liquidez de las empresas no financieras; en segundo lugar, los títulos, que indican el préstamo de capital prestable pero también las participaciones cruzadas; y en tercer lugar, el crédito comercial, que indica la provisión de cierto tipo de crédito entre empresas que retiene un grado sustancial de independencia respecto al sistema financiero.

Gráfico 8.18. Composición de los activos financieros totales de las empresas no financieras en EEUU (1975-2008)

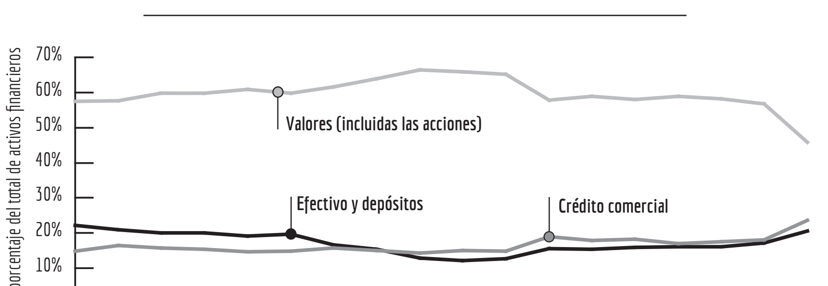


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de US Flow of Funds. Los títulos (excluyendo las acciones) se definen como la suma de los instrumentos del mercado crediticio, las participaciones en los fondos de inversión y los repo (operaciones de reporto). A diferencia de otros países, las acciones no se incluyen en los títulos.

Gráfico 8.19. Composición de los activos financieros totales de las empresas no financieras en Japón (1978-2008)

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Bank of Japan. Los títulos (incluyendo las acciones) se definen como la suma de «títulos excluyendo las acciones» y «acciones y otro capital».

Gráfico 8.20. Composición de los activos financieros totales de las empresas no financieras en Alemania (1991-2008)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Deutsche Bundesbank. Los títulos (incluyendo las acciones) se definen como la suma del papel comercial, los bonos, las acciones, otro capital, y participaciones de los fondos de inversión. La categoría «otros activos» se usa como aproximación del crédito comercial.

Es necesario interpretar estos gráficos con cautela, especialmente en el caso de EEUU, donde las tendencias están distorsionadas por la vasta categoría «otros», como ya se ha mencionado anteriormente. El rasgo más llamativo es la caída continua del crédito comercial proporcionado por las empresas no financieras en EEUU, Japón y Reino Unido, aunque este haya aumentado en Alemania. Parece que las empresas no financieras han pasado a depender más directamente del sistema financiero a causa de las necesidades de la circulación del capital, excepto en el caso de Alemania. Resulta

igual de llamativo, aunque no tan sorprendente, que haya una relación inversa entre el dinero y los títulos de las empresas en los cuatro países. No hay tendencias predominantes: las empresas no financieras tienden a alterar la composición de los activos financieros de acuerdo con las condiciones económicas generales y con las fluctuaciones de los tipos de interés.

Gráfico 8.21. Composición de los activos financieros totales de las empresas no financieras en Reino Unido (1987-2008)

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la ONS. Los títulos (incluyendo las acciones) se definen como la suma de «títulos excluyendo las acciones» y «acciones y otro capital». El concepto de «otras cuentas por pagar/por cobrar» se usa como aproximación del crédito comercial.

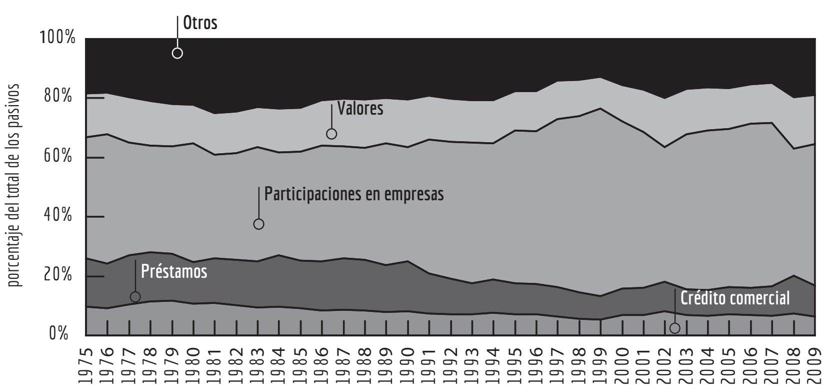
En este sentido, las fusiones y adquisiciones de las empresas no financieras han sido importantes durante las últimas décadas, especialmente en los sistemas financieros anglosajones. Las fusiones y adquisiciones son un mecanismo clave para la centralización del capital, y por tanto, de forma implícita, para la financiación de las actividades de las empresas monopolistas, aunque su alcance obviamente depende del carácter global del sistema financiero. Las fusiones y adquisiciones también ofrecen oportunidades para extraer ganancias financieras y podrían, por tanto, modificar el funcionamiento interno de los monopolios. Este es un tema habitual de la literatura heterodoxa sobre las finanzas, que por lo general destaca también el efecto perjudicial de la participación de las empresas no financieras en el mercado bursátil; este tema se relaciona así directamente con el debate sobre el «valor accionarial»[18]. De acuerdo, no obstante, con el enfoque de

[18] Para un análisis histórico del movimiento de fusiones en EEUU a comienzos del siglo XIX véase Naomi Lamoreaux, «The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904», Cambridge, Cambridge University Press, 1985. Para un análisis crítico de los efectos de las fusiones en el poder de los gestores y del auge de los imperativos financieros entre las empresas norteamericanas véase William Lazonick, «Financial Commitment and Economic Performance», *Business and Economic History*, Second Series, núm. 17, 1988; y William Lazonick, «Controlling the Market for Corporate Control», *Industrial and Corporate Change,* núm. 1:3, 1992.

la financiarización adoptado en este libro, los cambios en la combinación de activos y pasivos financieros de las empresas no financieras —incluso los de las transacciones independientes en el mercado bursátil— tienen una relación indirecta con las decisiones de inversión. Hay pocas dudas de que la organización interna del capital monopolista se altera cuando las fusiones y adquisiciones del mercado bursátil pasan a ser una parte importante de sus actividades, sin embargo el vínculo causal con la inversión no es en absoluto obvio. Esto no niega el hecho empírico de la existencia de una inversión débil en los países capitalistas maduros, que se discutirá con mayor detalle en el capítulo 9.

En el otro lado del balance, la composición de los pasivos financieros de las empresas no financieras se muestra para cada país en los gráficos 22, 23, 24 y 25. Las categorías escogidas para plasmar la composición son: en primer lugar, los títulos no accionariales; en segundo lugar, el total de acciones; en tercer lugar, los préstamos totales; y en cuarto lugar, el crédito comercial. Las dos primeras categorías indican la financiación de mercado a través del papel comercial, los bonos, las acciones y otros títulos emitidos en los mercados abiertos; el tercero indica la financiación proporcionada por los bancos; y el cuarto ofrece evidencia de la financiación a través del crédito que se genera espontáneamente entre empresas.

Gráfico 8.22. Composición de los pasivos de las empresas no financieras y no agrarias en EEUU (1975-2008)

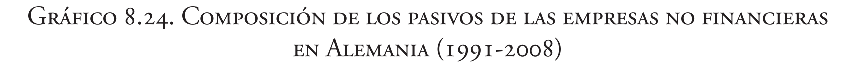


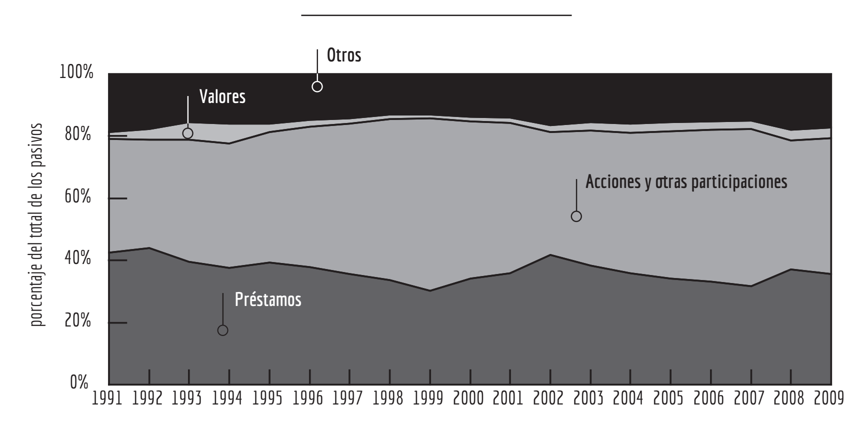
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de los US Flow of Funds.

Gráfico 8.23. Composición de los pasivos de las empresas no financieras en Japón (1979-2009)

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Bank of Japan, Flow of Funds. La categoría de «otros» incluye los depósitos monetarios, la cuentas por pagar, otras obligaciones externas y deudas, entre otros. Los «títulos» no incluyen las acciones ni los derivados financieros.

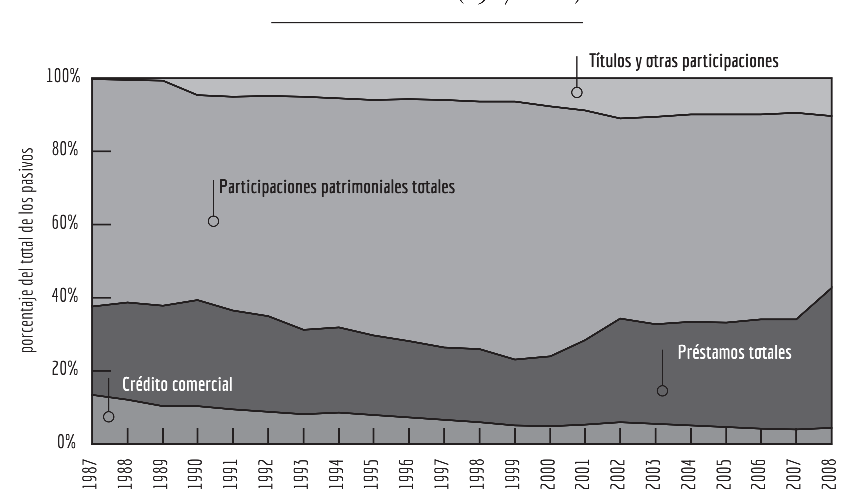
Gráfico 8.24. Composición de los pasivos de las empresas no financieras en Alemania (1991-2008)





Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Deutsche Bundesbank. La categoría de «títulos» es la suma del papel del mercado monetario y los bonos; la categoría «otros» es la suma de las obligaciones de pagos de las pensiones y de otros pasivos.

Gráfico 8.25. Composición de los pasivos de las empresas no financieras en Reino Unido (1987-2008)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la ONS, Financial Statistics Consistent, tabla 12.1B.

Queda patente que el crédito comercial como fuente de financiación ha estado en continuo declive en EEUU, Japón y Reino Unido, aunque no haya datos disponibles para Alemania. La caída es consistente con la evidencia sobre el crédito comercial del lado de los activos, y de nuevo señala una mayor implicación de las empresas no financieras en las actividades del sistema financiero, con tal de obtener liquidez para la circulación. Los créditos bancarios, por otro lado, han disminuido de forma continua como proporción de los pasivos en EEUU, y todavía de modo más prominente en Japón y Alemania. Huelga decir que las empresas japonesas y las alemanas continúan teniendo mayores porcentajes de deuda bancaria que las empresas norteamericanas, lo cual refleja el carácter basado en la banca de las finanzas en Alemania y Japón.

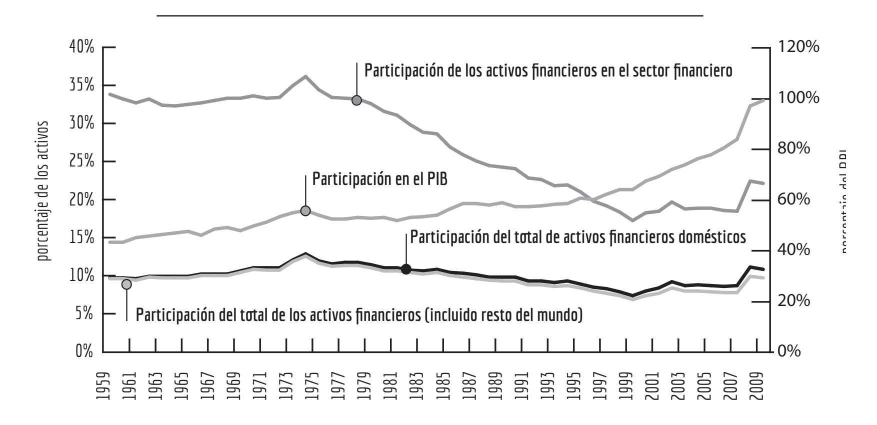
Reino Unido ha mostrado, finalmente, un comportamiento inusual en los años dos mil, en tanto parece que los préstamos bancarios muestran un fuerte crecimiento. Este aspecto de Reino Unido se discute con más desarrollo a continuación; no obstante, el aumento de los préstamos bancarios de las empresas del Reino Unido ha sido en gran parte debido a los bancos extranjeros. La financiación de mercado muestra, finalmente, un crecimiento continuo en EEUU, Japón y Alemania, pero disminuye en Reino Unido en los años dos mil, consistente con el aumento de la financiación bancaria.

En definitiva, la evidencia, tanto la que presentan los activos como la de los pasivos del sector empresarial, indica que la financiarización ha tenido lugar en los cuatro países. Concretamente, las empresas no financieras muestran más confianza en los mercados de títulos y menos en los bancos para obtener financiación; también muestra un debilitamiento de la generación espontánea del crédito comercial. Sobre esta base, la financiarización de las empresas no financieras supone una mayor integración en el sistema financiero, al tiempo que una mayor distancia respecto de los bancos. El capital productivo se está financiarizando, pero esto no supone un retorno del capital financiero.

La transformación de los bancos

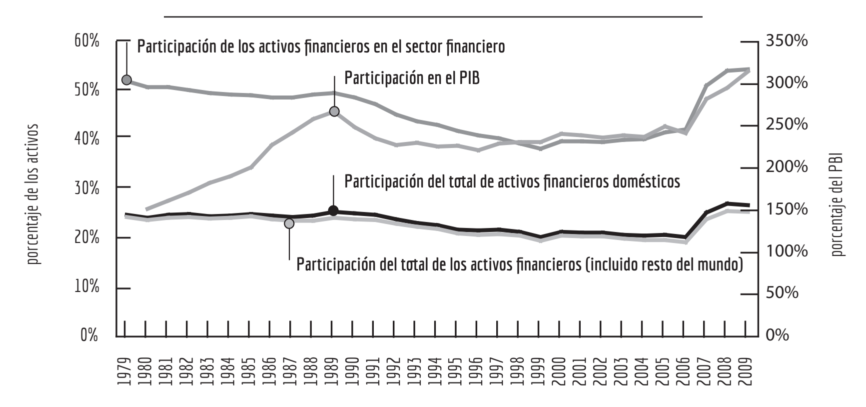
La financiarización de las empresas no financieras ha tenido implicaciones importantes para los bancos: su transformación ha sido un rasgo central del periodo. En los gráficos 26, 27, 28 y 29 se muestra la expansión del sector bancario de los cuatro países a través de los activos financieros de los bancos comerciales con respecto, primero, del PIB; segundo, de los activos financieros de todo el sistema financiero; tercero, del total de los activos financieros nacionales; y, cuarto, del total de los activos financieros incluidos los del resto del mundo.

Gráfico 8.26. Activos de los bancos comerciales como porcentaje de los activos financieros del sector financiero, de los activos financieros de toda la economía y del PIB en EEUU (1959-2009)



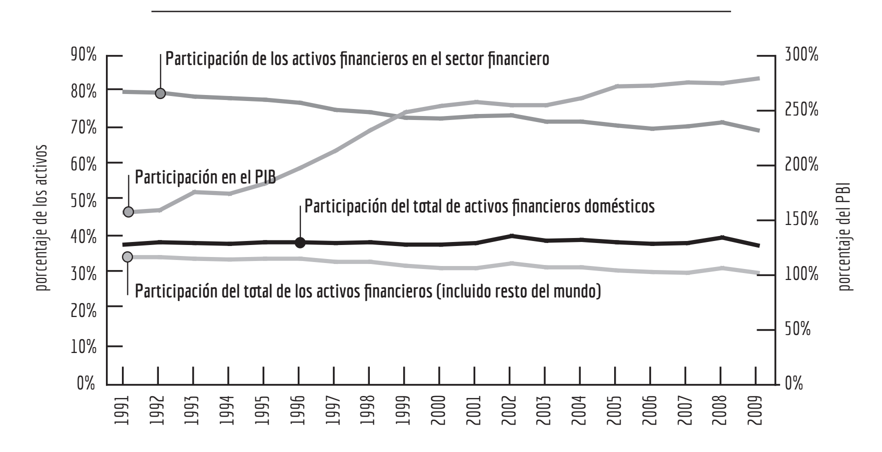
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de los flujos de fondos de EEUU, NIPA, Tabla 1.1.5.

Gráfico 8.27. Activos de los bancos comerciales como porcentaje de los activos financieros del sector financiero, de los activos financieros de toda la economía y del PIB en Japón (1979-2009)



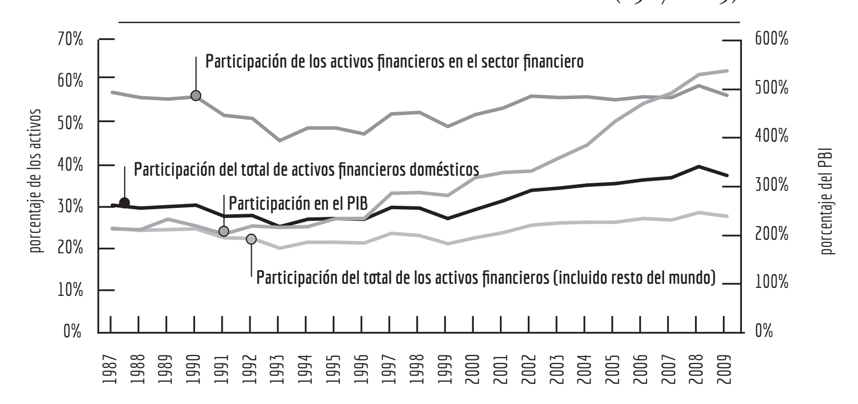
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Bank of Japan, Flow of Funds; Cabinet Office, Government of Japan, National Accounts.

Gráfico 8.28. Activos de los bancos comerciales como porcentaje de los activos financieros del sector financiero, de los activos financieros de toda la economía y del PIB en Alemania (1991-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Deutsche Bundesbank, Financial accounts; Statistische Bundesamt Deutschlands. El sector financiero se basa en la Institución Financiera Monetaria, compañías de seguros y otras instituciones financieras.

Gráfico 8.29. Activos de los bancos comerciales como porcentaje de los activos financieros del sector financiero, de los activos financieros de toda la economía y del PIB en Reino Unido (1987-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la ONS, Finantial Statistics Consistent, tablas 12.1, UK Output, Income and Expenditure, tabla C. 1.

Ha existido un fuerte crecimiento de los bancos comerciales en relación al PIB en todos los países. Incluso en Japón, a finales de la década de 2000, los bancos tenían un tamaño grande con relación al resto de la economía, y esto a pesar de que los bancos habían pasado por un prolongado periodo de estancamiento después del estallido de la burbuja de los años ochenta. Sin embargo, existen también diferencias notables entre los cuatro países —los bancos han pasado a ser proporcionalmente mayores en Reino Unido en comparación con Japón, Alemania e incluso con EEUU[19]. Cabe señalar también que en EEUU y Japón, el peso de los activos de los bancos comerciales en relación con los activos financieros nacionales es similar al peso relativo sobre los activos financieros en manos del resto del mundo; sin embargo, en Alemania y Reino Unido, los primeros son mayores que los segundos. Parece pues que los agentes económicos de Alemania y Reino Unido han estado mucho más involucrados en las transacciones financieras internacionales que en EEUU y Japón.

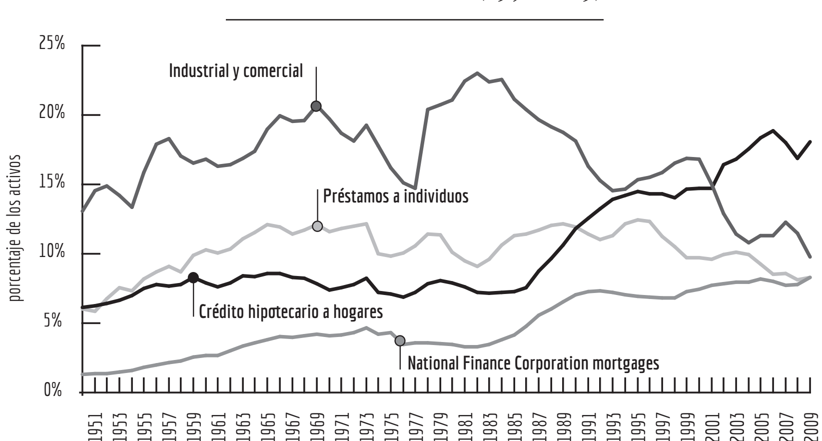
La ratio de activos bancarios sobre el total de activos del sector financiero merece especial atención. La ratio ha caído en EEUU y Alemania, aunque se ha mantenido estable en Japón, incluso ha aumentado ligeramente. El aspecto más destacable de los gráficos 26-29 es, en este sentido, la reafirmación de la presencia de la banca comercial en los años dos mil: la ratio paró de disminuir e incluso aumentó en todos los países. A lo largo de la enorme burbuja de esta década, los bancos comerciales han ratificado su posición central en los sistemas financieros avanzados. En parte gracias

[19] Aunque la existencia de la banca «en la sombra» en EEUU distorsiona la imagen.

a que los bancos comerciales han adquirido funciones relacionadas con la intermediación de las transacciones en los mercados financieros abiertos, su papel ha quedado reafirmado. Los bancos comerciales se han mantenido en el núcleo del sistema financiero aunque sus actividades han cambiado de forma sustancial para incluir la intermediación en los mercados abiertos y los préstamos a los particulares. Esta transformación ha tenido implicaciones profundas en el funcionamiento interno de los bancos, así como en su capacidad para intermediar eficazmente los flujos de capital prestable. En concreto, la reorganización interna de los bancos y la introducción de nuevas tecnologías parecen haber alterado su capacidad para conseguir y evaluar información sobre los prestatarios, una cuestión que se discute con mayor detalle en el próximo capítulo.

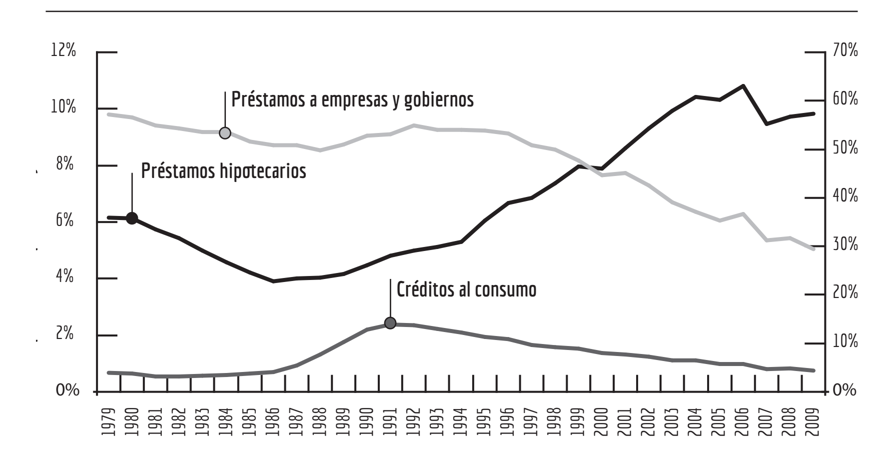
Estos progresos son importantes a fin de analizar otras diferencias en lo que respecta al ascenso de los bancos producido en los cuatro países. En los gráficos 30, 31, 32 y 33 se muestra la composición de los activos bancarios en cada país. Las categorías escogidas para reflejar la composición son: primero, el crédito a las empresas no financieras; segundo, el crédito a los hogares para finalidades hipotecarias o de consumo; y tercero, el crédito a otros bancos o instituciones financieras. La disponibilidad de los datos hace que estos índices no se calculen de la misma manera en los cuatro países, o que ni siquiera se puedan calcular. Conviene ser muy cautelosos, pues, a la hora de interpretar los resultados.

Gráfico 8.30. Composición de los activos de los bancos comerciales en EEUU (1950-2009)



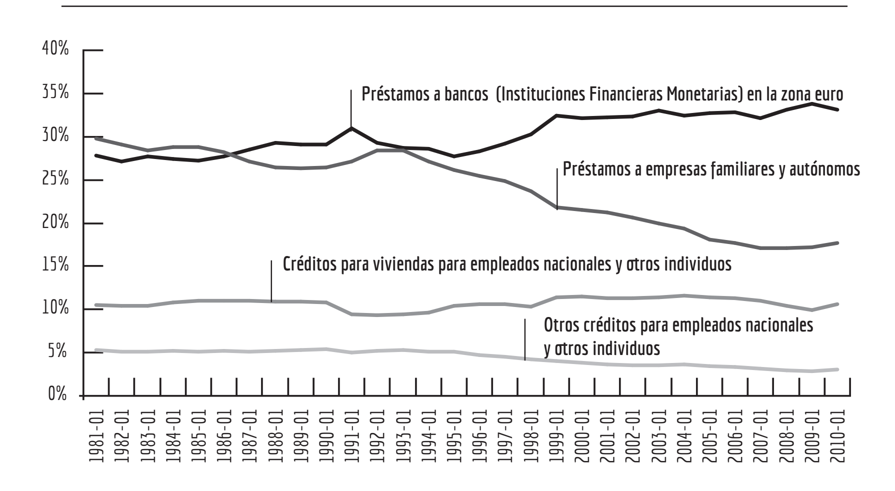
Fuente: Elaboración propia a partir del FDIC - Federal Deposit Insurance Corporation [Organismo Federal de Garantías de Depósitos], Historical Statistics on Banking, tablas CB09, CB11, CB12.

Gráfico 8.31. Composición de los activos bancarios en Japón (1979-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir del Bank of Japan, Flow of Funds.

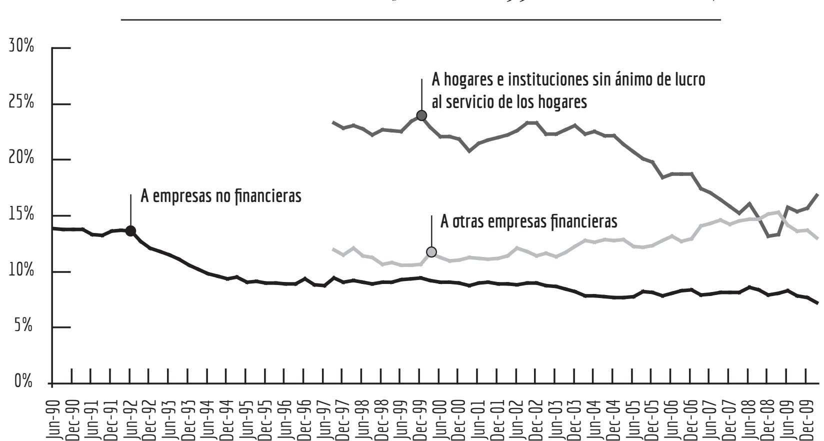
Gráfico 8.32. Composición del crédito de los bancos nacionales como porcentaje del total de los activos bancarios en Alemania (1981-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Deutsche Bundesbank.

Se muestran así algunos rasgos distintivos del comportamiento de la banca en el periodo de la financiarización. En primer lugar, el crédito a las empresas no financieras ha disminuido en los cuatro países, concretamente desde principios de los años noventa, en pleno apogeo de la financiarización. El relativo desapego de los bancos hacia la acumulación productiva en el curso de la financiarización, discutido en los anteriores capítulos, se refleja de forma general en los gráficos. En segundo lugar, el crédito hipotecario a los particulares ha aumentado mucho en EEUU y Japón;

Gráfico 8.33. Composición de los préstamos de la Instituciones Financieras Monetarias como porcentaje de los activos de las mismas en Reino Unido (junio de 1990-marzo de 2010)



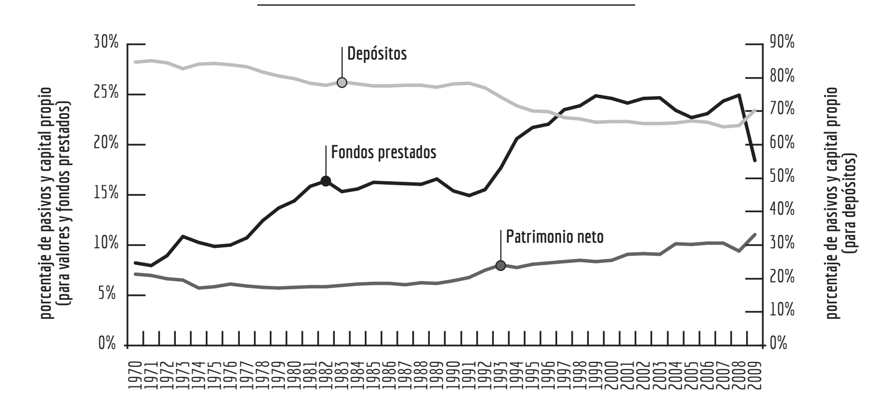
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Bank of England, Monetary and Financial Statistics, B2.1 y B2.1.1.

se ha mantenido estable en Alemania y parece haber disminuido en Reino Unido (donde los créditos bancarios concedidos a los hogares del país suponen sin duda la mayor parte). La caída relativa del crédito a los hogares en Reino Unido refleja probablemente el aumento de la proporción del crédito a los no residentes por parte de los bancos (algo que no aparece en el gráfico). También destaca que el crédito para el consumo de los hogares supone una parte relativamente pequeña del crédito bancario en los cuatro países, aunque una parte considerable de estos créditos están en realidad incluidos en los créditos hipotecarios. En tercer lugar, el crédito interbancario ha aumentado de forma importante en Reino Unido y Alemania, pero los datos no permiten calcular esta ratio para EEUU y Japón. El giro de los bancos hacia la intermediación en los mercados abiertos queda patente al menos en Reino Unido y Alemania.

En resumen, los gráficos confirman el ascenso de los bancos comerciales, así como su gradual desapego respecto a la acumulación productiva en el curso de la financiarización. También parece que hay una tendencia general de los bancos a dedicarse al crédito a los hogares; especialmente a la vivienda y no tanto al consumo. Por último, aunque los datos por lo general hacen difícil determinar el alcance del crédito interbancario, su aumento es evidente, lo cual es consistente con el giro de los bancos hacia las transacciones en los mercados financieros abiertos. El último aspecto de la banca a considerar es, en este sentido, la composición de sus pasivos, que se muestra en los gráficos 34, 35, 36 y 37. Las categorías escogidas para

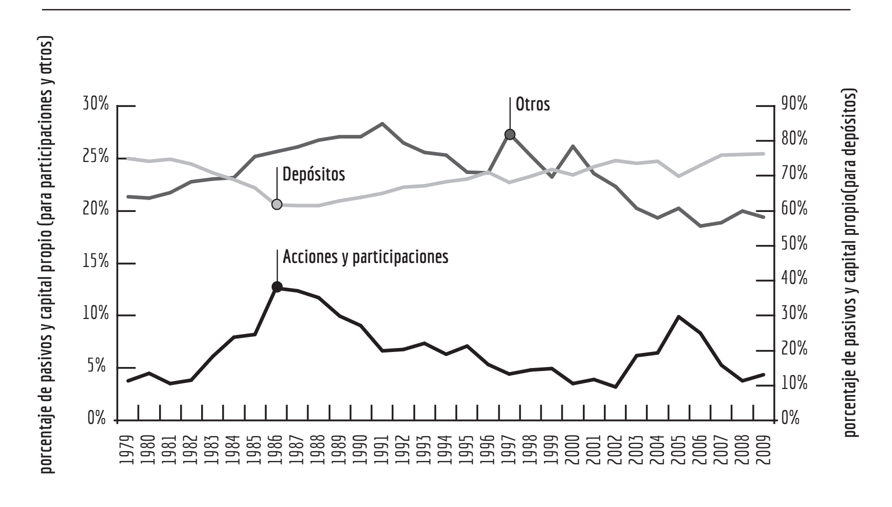
plasmar la composición son: primero, los depósitos; segundo, los títulos y otros fondos prestados; y, tercero, el capital y las acciones.

Gráfico 8.34. Composición de los pasivos y capital propio de los bancos comerciales en EEUU (1970-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir del FDIC, Historical Statistics on Banking, tabla CB14. Los fondos prestados incluyen los fondos propiamente prestados, los pagarés subordinados y otros pasivos.

Gráfico 8.35. Composición de los pasivos bancarios en Japón (1979-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir del Bank of Japan, Flow of Funds.

Gráfico 8.36. Composición de los pasivos bancarios en Alemania (1980-2009)

Fuente: Elaboración propia a partir del Deutsche Bundesbank.

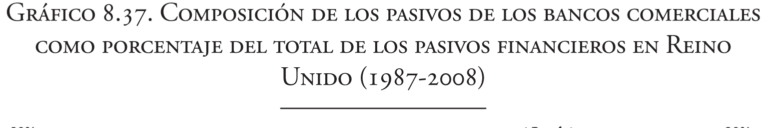
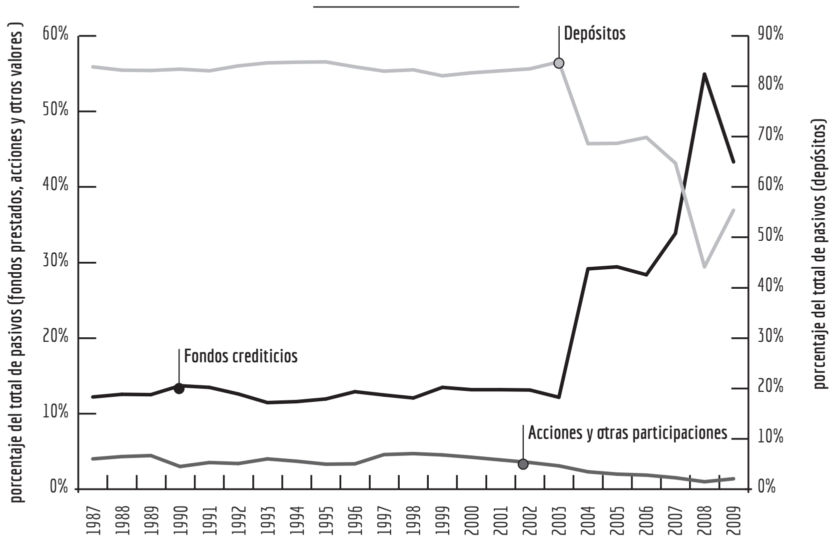


Gráfico 8.37. Composición de los pasivos de los bancos comerciales como porcentaje del total de los pasivos financieros en Reino Unido (1987-2008)



Fuente: Elaboración propia a partir de la ONS, UK Economic Accounts, tabla A58. Los fondos prestados incluyen los títulos que no son acciones, los créditos y otras cuentas a cobrar/a pagar.

Existe una variación significativa en la financiación de los bancos comerciales entre los cuatro países. Así, los bancos norteamericanos han aumentado su confianza en los fondos prestados al tiempo que incrementaban su capital

bancario; a su vez, los depósitos han disminuido continuamente. Los bancos alemanes han confiado aun más en los fondos prestados, los depósitos también han disminuido. Parece que tanto los bancos comerciales de EEUU como los de Alemania han adoptado prácticas similares a fin de financiarse. Los bancos de Reino Unido han tenido un comportamiento parecido en los años dos mil, cuando aumentó la importancia de los fondos prestados y se redujeron los depósitos. No obstante, cabe destacar también que el capital propio de los bancos del Reino Unido disminuyó a lo largo de la burbuja de la década de los años dos mil, lo que incrementó temporalmente la rentabilidad de los bancos pero los dejó en una posición extremadamente vulnerable. Por último, en Japón los bancos parecen haber tenido un comportamiento bastante distinto. Los bancos japoneses han financiado sus actividades principalmente a través del aumento de los depósitos en lugar de por medio fondos prestados. Estos datos demuestran una vez más que los bancos japoneses han sido prudentes a la hora de pasarse a la intermediación en los mercados abiertos, seguramente como resultado de la larga crisis de la banca japonesa tras el estallido de la burbuja de los años ochenta.

La financiarización de los hogares y de los particulares

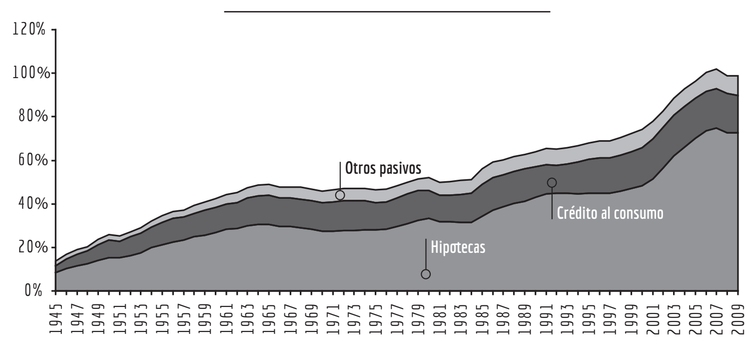
El aspecto más destacable de la financiarización es la penetración de las transacciones financieras en la circulación del ingreso personal, como ya se ha mencionado en capítulos anteriores. Los hogares se han adentrado en el sistema financiero formal, tanto en lo que se refiere al capítulo de activos como al de los pasivos. Las implicaciones que esto tiene para los bancos y para los mercados financieros son profundas.

Se consideran primero los pasivos financieros. Los hogares han acumulado enormes pasivos financieros en el curso de la financiarización, lo cual implica un aumento del endeudamiento. Hay varias causas para este hecho, que solo se relacionan parcialmente con el crecimiento débil (o el estancamiento) de los ingresos reales de los trabajadores y otros particulares. De hecho, la evidencia disponible revela un proceso, complejo y con muchos matices, de financiarización de los hogares. Los gráficos 38-41 desagregan el endeudamiento de los hogares según país en tres categorías: deuda hipotecaria, deuda de consumo no garantizada y otros pasivos. Sin lugar a dudas, el endeudamiento se compone mayoritariamente de un deuda hipotecaria que se ha incrementado mucho (excepto en Alemania); la deuda de consumo no garantizada ha aumentado en general pero está lejos de ser la forma dominante de los pasivos de los hogares[20]. La mayor parte de la deuda de los hogares en el periodo de la financiarización en los países desarrollados se ha contraído eminentemente con fines hipotecarios. Por supuesto,

[20] Este punto se sostiene para todos los países capitalistas maduros. En los países de renta media, la financiarización de los hogares parece haber seguido un camino distinto, que incluye el aumento acelerado del préstamo al consumo, como se muestra en el siguiente capítulo.

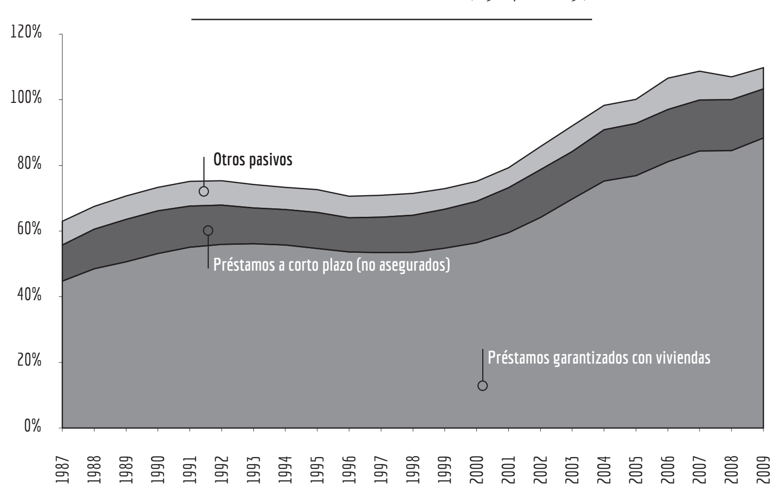
es muy probable que el endeudamiento hipotecario oculte algunos préstamos de consumo garantizados con el valor de la vivienda; no obstante, la vivienda sigue siendo la causa principal del endeudamiento de los hogares[21].

Gráfico 8.38. Composición de los pasivos de los hogares como porcentaje del PIB en EEUU (1945-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir de los US Flow of Funds, tabla L.100; NIPA, tabla 1.1.5. Los «otros pasivos» se calculan como residuo, la diferencia entre el total de los pasivos de los hogares y la deuda hipotecaria y de consumo.

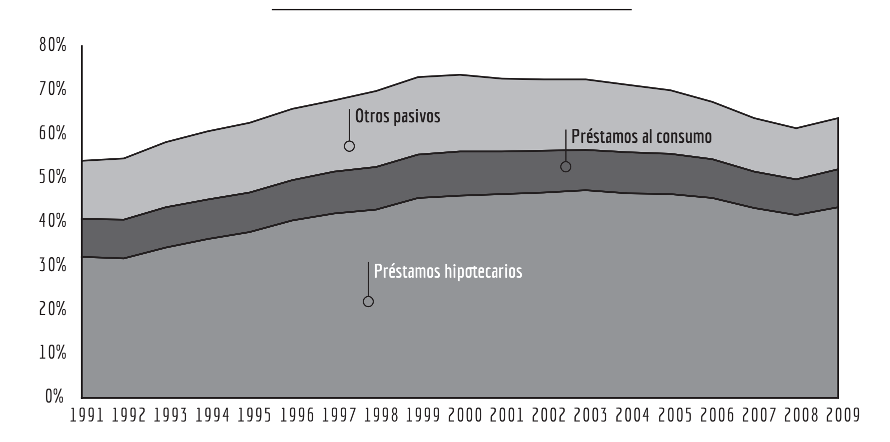
Gráfico 8.39. Composición de los pasivos de los hogares como porcentaje del PIB en Reino Unido (1987-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir de la ONS, UK Economic Accounts, tabla A64, UK Output, Income and Expenditure, tabla C.1. Los «préstamos» incluyen los préstamos emitidos tanto por las instituciones financieras monetarias de Reino Unido como por las del resto del mundo. Los «otros pasivos» se calculan como residuo.

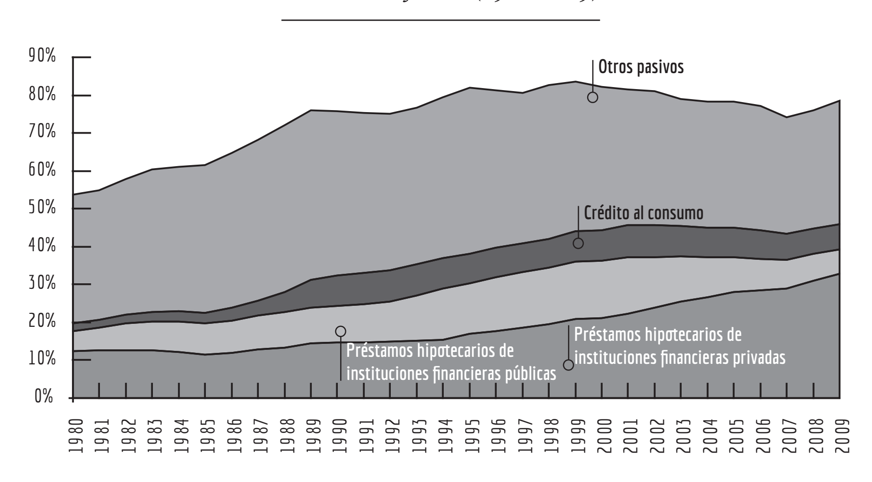
[21] Cabe señalar que la categoría de «otros» en Japón probablemente incluye a los préstamos empresariales que se han realizado como si se tratara de préstamos a los hogares.

Gráfico 8.40. Composición de los pasivos de los hogares como porcentaje del PIB en Alemania (1991-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir del Deutsche Bundesbank, Financial accounts, y la Statistische Bundesamt Deutschlands. «Otros pasivos» se calcula como residuo.

Gráfico 8.41. Composición de los pasivos de los hogares como porcentaje del PIB en Japón (1980-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir del Bank of Japan, Flow of Funds, y Cabinett Office, Government of Japan, National Accounts. «Otros pasivos» se calcula como residuo.

La preponderancia de la vivienda señala un factor central de la financiarización de los hogares en las últimas décadas: el aumento de la deuda de los hogares ha venido asociado con los cambios en la provisión social de los servicios básicos entre los que se encuentran la vivienda, la salud, la educación y el transporte. En la medida en que la provisión pública ha disminuido o no ha aumentado, la provisión privada de bienes, intermediada

por el sector financiero, ha ganado terreno. La financiarización de la renta personal es, bajo esta perspectiva, el proceso por el que el sector financiero ha intermediado la provisión privada de bienes y servicios a los hogares[22]. La expropiación financiera ha corrido en paralelo a este proceso: la transferencia directa de renta personal a las ganancias de las instituciones financieras que han desempeñado este papel intermediador.

La evidencia muestra que la financiarización de los hogares ha significado, sobre todo, una gran confianza en los proveedores privados de financiación —los bancos o las instituciones asociadas con los bancos— para obtener una vivienda. Por este motivo, la financiarización de los hogares y de los particulares ha variado según los mecanismos institucionales, tradicionales y consuetudinarios de cada país para obtener una vivienda. Japón, por ejemplo, tuvo una enorme burbuja inmobiliaria en los años ochenta, su estallido ha actuado como freno a la expansión de la deuda de los hogares en los últimos años. Alemania, por otro lado, ha confiado más en un modelo de vivienda de alquiler que otros países. Así pues, no ha habido burbuja inmobiliaria en Alemania (ni en Japón) en los años dos mil y, por eso, la deuda de los hogares ha sido mucho menor con relación a la de EEUU y Reino Unido. De hecho, los gráficos 38-41 muestran que en los últimos años la deuda de los hogares ha disminuido en Japón y Alemania en comparación con EEUU y Reino Unido. Esta diferencia ha desempeñado un papel vital en el desarrollo de la crisis mundial después de 2007, como se demuestra en el capítulo 9.

Sin embargo, la financiarización de los hogares no está relacionada únicamente —ni principalmente— con los pasivos de los hogares, y por tanto con los préstamos a los hogares. Los hogares se han implicado cada vez más en el sistema financiero formal con el objeto de gestionar el ahorro derivado de la renta personal. De nuevo, los cambios en la provisión pública de los servicios básicos, sobre todo de las pensiones, han sido importantes para este proceso. Un elemento esencial de la financiarización ha sido el aumento de la provisión privada de las pensiones, lo que ha dirigido una parte de la renta personal hacia la posesión privada de activos financieros[23].

---

[22] Este punto se discute más completamente en C. Lapavitsas, «Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation», *Historical Materialism,* núm. 17:2, 2009.

[23] La retirada gradual del Estado en la provisión de las pensiones y su sustitución por mecanismos privados habitualmente asociados al mercado bursátil está verificada tanto en la bibliografía crítica como en la de la corriente dominante. El auge de los fondos de pensiones como inversores institucionales con poder en el capitalismo financiarizado es una parte esencial de esta tendencia. Para un análisis del cambio de los mecanismos de las pensiones, véase Richard Minns, «The Political Economy of Pensions», *New Political Economy,* núm. 1:3, 1996; y Robin Blackburn, *Banking on Death, or Investing in Life*, Londres, Verso, 2002. Blackburn ha señalado los riesgos y las pérdidas de estos cambios para los pensionistas en Reino Unido («How to Rescue a Failing Pension Regime», *New Political Economy,* núm. 9:4, 2004; *Age Shock*, Londres, Verso, 2007). Paul Langley ha asociado el surgimiento del nuevo régimen de pensiones con la financiarización («In the Eye of

Las instituciones financieras privadas han participado también en este aspecto de la financiarización transformando los ahorros de las pensiones en capital prestable, extrayendo de este modo ganancias financieras y añadiendo nuevas dimensiones a la expropiación financiera. De nuevo, los patrones han sido distintos en cada país según los factores históricos, políticos, consuetudinarios y culturales de la provisión de pensiones. Los gráficos 42-45 indican algunas de las principales diferencias al mostrar la composición de los activos financieros de los hogares en los cuatro países. Las cinco categorías que se han utilizado según los datos disponibles en cada país son: acciones empresariales y capital, fondos de seguros y de pensiones, fondos comunes, instrumentos del mercado de crédito y depósitos bancarios.

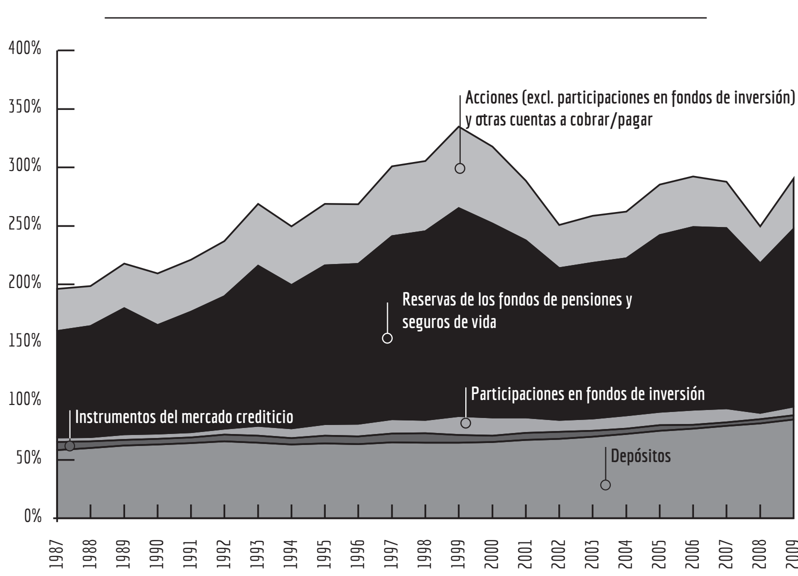
Gráfico 8.42. Composición de los activos financieros de los hogares como porcentaje del PIB en EEUU (1945-2009)

Inversiones variadas directas corporativas y no corporativas y otros
Seguros de vida y reservas de fondos de pensión
Participaciones en fondos de inversión
Depósitos (incluidas las participaciones en fondos de inversión en el mercado monetario)
Instrumentos del mercado crediticio

Fuente: Elaboración propia a partir de US Flow of Funds, tabla L.100; NIPA, tabla 1.1.5. «Otros» consiste en los títulos crediticios y una miscelánea de activos.

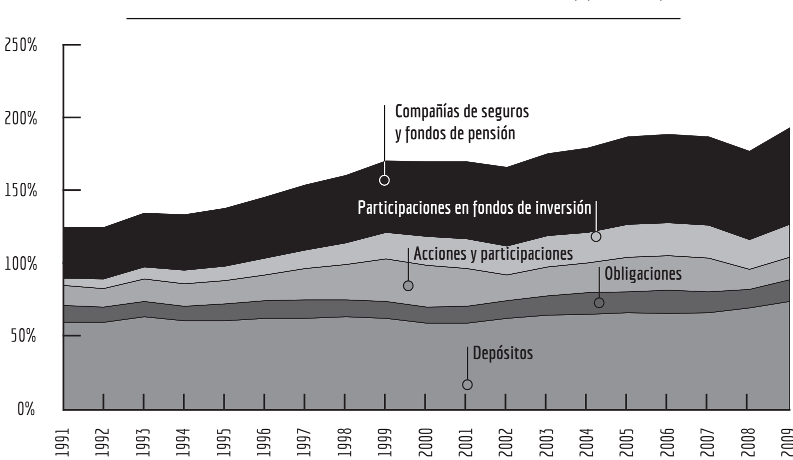
the "Perfect Storm"», *New Political Economy,* núm. 9:4, 2004). Adam Dixon se ha centrado en el auge de los fondos de pensiones como un cambio estructural del capitalismo europeo («The Rise of Pension Fund Capitalism in Europe», *New Political Economy,* núm. 9:4, 2004). Otros, sin embargo, han observado estos cambios desde una perspectiva mucho más comprensiva; véase, por ejemplo. Neil Gilbert, *Transformation of the Welfare State*, Oxford, Oxford University Press, 2002.

Gráfico 8.43. Composición de los activos financieros de los hogares como porcentaje del PIB, en Reino Unido (1987-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir de la ONS, UK Economic Accounts, tabla A64, UK Output, Income and Expenditure, tabla C.1. Los «instrumentos del mercado crediticio» consisten en títulos que no son acciones (principalmente bonos públicos) y préstamos.

Gráfico 8.44. Composición de los activos financieros de los hogares como porcentaje del PIB en Alemania (1991-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Deutsche Bundesbank, Financial accounts, y en la Statistisches Bundesamt Deutschlands. Los depósitos incluyen los nacionales y los extranjeros.

Gráfico 8.45. Composición de los activos financieros de los hogares como porcentaje del PIB en Japón (1980-2009)

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Bank of Japan, Flow of Funds, y en Cabinet Office, Government of Japan, National Accounts. Los «instrumentos del mercado de crédito» son la suma de los préstamos, los títulos que no son acciones y los derivados financieros.

Los depósitos bancarios han sido una parte más importante de los activos de los hogares de Japón y Alemania que de los de EEUU y Reino Unido. EEUU ha sido un tanto excepcional en lo que respecta a la posesión de acciones por parte de los hogares —no se puede comparar con ninguno de los otros tres países. La posición insólita de EEUU en esta cuestión refleja su trayectoria histórica, la cual incluye la fuerza ideológica que posee en este país la tenencia de acciones. Sin embargo, el rasgo más llamativo de los activos financieros de los hogares ha sido la posesión cada vez mayor de activos en los fondos de seguros y de pensiones. Este ha sido un aspecto característico de la financiarización de la renta de los hogares, que ha proporcionado una base para que los intermediarios financieros no bancarios expandieran sus operaciones en los mercados financieros. Los activos de los hogares han sido una fuente de ganancias financieras, tanto por las comisiones que se han llevado las instituciones que participaban, como por las ganancias de capital y de las transacciones con activos financieros de los intermediarios y de los propietarios finales.

Por recapitular, las dos últimas secciones han demostrado que tanto el ascenso de la acumulación financiera como el aumento del peso de las ganancias financieras son rasgos comunes de EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido. También están igualmente presentes las tendencias subyacentes de la financiarización: primero, el aumento de la participación de las empresas no financieras en las transacciones financieras, de forma

relativamente independiente de los bancos; segundo, un giro de la banca hacia las transacciones financieras en los mercados abiertos y hacia los hogares; tercero, un aumento de la participación de los hogares en las finanzas formales tanto por el lado de los activos como de los pasivos. La evidencia también revela una variación considerable en la financiarización, lo cual refleja la especificidad del desarrollo institucional e histórico de cada país. Además, la vieja distinción entre las finanzas basadas en la banca y las basadas en el mercado no ha desaparecido, sino que ha asumido nuevas características, como una financiarización más limitada de los hogares en los países con sistemas financieros basados en la banca.

A la luz del carácter general aunque variable de la financiarización en los países avanzados, la siguiente sección considera la evidencia empírica sobre la financiarización en los países en vías de desarrollo.

La financiarización subordinada de los países en vías de desarrollo[24]

La financiarización ha sido un proceso que se ha dado principalmente en los países avanzados. Sin embargo, la financiarización también se ha producido en los países en vías de desarrollo, donde ha conllevado la transformación estructural de los sistemas financieros de estos países y de la interacción entre las economías domésticas y las finanzas internacionales. La financiarización de los países en vías de desarrollo tiene rasgos específicos que reflejan el papel dominante de los países desarrollados en el mercado mundial. No se ha producido un retorno al imperialismo formal pero la financiarización en los países en vías de desarrollo ha tenido un carácter subordinado que se deriva de la naturaleza jerárquica y explotadora de las interacciones en el mercado mundial.

Los comienzos de la financiarización en los países en vías de desarrollo pueden situarse en la oleada de liberalización financiera de los años setenta, que desmanteló los controles de precios y magnitudes en los sistemas financieros nacionales. Los resultados en términos de inversión, eficiencia y crecimiento han sido mediocres, pero la financiarización de los países en vías de desarrollo ha acumulado gradualmente varios rasgos, incluida la entrada de los mercados bursátiles; a finales de los años ochenta este proceso mutó en una estrategia integrada de desarrollo, el Consenso de Washington. Dirigido por el FMI y el Banco Mundial, el Consenso de Washington forzó cambios en las finanzas nacionales de los países en vías de desarrollo, favoreciendo por lo general el paso de las estructuras relacionales controladas por el Estado y basadas en la banca, a las instituciones y mecanismos no relacionales privados

[24] Jeff Powell sugirió por primera vez el término «financiarización subordinada».

basados en el mercado[25]. La financiarización de los países en vías de desarrollo empezó a tomar forma a finales de los años noventa y en los dos mil.

Un componente fundamental del Consenso de Washington ha sido la apertura de las economías nacionales a los flujos de capital internacionales, fundamentado por lo general en el hecho de que el capital iría de los países ricos a los pobres, promoviendo así su desarrollo. Ciertamente, el modo en que los países en vías de desarrollo se han integrado en el mercado mundial ha cambiado desde los años noventa. Aunque la mayor parte de la Inversión Directa Extranjera (IDE) se ha dado entre países desarrollados, se ha producido una exportación continua de capital, desde los países desarrollados hacia los países en vías de desarrollo, en forma de IDE, de flujos bancarios y de cartera. Cabe destacar que, a medida que la acumulación capitalista adquiría dinamismo en algunos países en vías de desarrollo, incluida China, también se producían enormes flujos de IDE entre los países en vías de desarrollo[26].

Sin embargo, a medida que los países en vías de desarrollo participaban más estrechamente en los flujos mundiales de capital, surgían patrones insólitos. Los flujos netos de capital de los países en vías de desarrollo se han ido haciendo cada vez más negativos, es decir, el capital ha ido de los países pobres a los ricos. Este ha sido un rasgo llamativo de la financiarización internacional, que la diferencia profundamente del periodo del imperialismo. El origen de este cambio en la dirección de los flujos de capital no se debe a las operaciones de las empresas capitalistas y de otros agentes privados, sino a las acciones de los agentes públicos de los países en vías de desarrollo y de los países desarrollados. El fenómeno del cambio de dirección de los flujos de capital está asociado con el actual papel del dinero mundial, que ha afectado a la jerarquía de los países capitalistas en

[25] El término «Consenso de Washington» fue acuñado por John Williamson; véase Williamson, «What Washington Means by Policy Reform», en John Williamson (ed.), *Latin American Readjustment: How Much has Happened?*, Washington Institute for International Economics, 1990; John Williamson, «The Washington Consensus Revisited», en Louis Emmerij (ed.), *Economic and Social Development into the XXI Century*, Washington, Inter-American Development Bank, 1997. Joseph Stiglitz postuló una crítica continuada del Consenso de Washington con tal de desarrollar un Consenso post-Washington basado en la noción de los fallos del mercado, provocados por la asimetría de información; J. Stiglitz, «More Instruments and Broader Goals: Moving Toward the Post Washington Consensus», 7 de enero de 1998; Joseph Stiglitz, «Whither Reform? Ten Years Of The Transition», World Bank, Annual Bank Conference On Development Economics, 28-30 abril de 1999. Para un análisis tanto del Consenso de Washington como del Consenso post-Washington desde un punto de vista marxista y heterodoxo, véase Ben Fine, C. Lapavitsas, y Jonathan Pincus (eds.), *Development Policy in the Twenty-first Century: Beyond the Post-Washington Consensus*, Londres, Routledge, 2001; y C. Lapavitsas y Makoto Noguchi (eds.), *Beyond Market-Driven Development: Drawing on the Experience of Asia and Latin America*, Londres, Routledge, 2005.
[26] Para los factores que explican el crecimiento de los flujos de IDE, bancarios y de cartera entre países en vías de desarrollo y desarrollados, así como entre países en vías de desarrollo, véanse los informes de la inversión mundial hechos por la UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) de los años 1999, 2002, 2003, 2005 y 2006.

el mercado mundial y ha dotado a la financiarización de los países en vías de desarrollo de un carácter subordinado.

El Consenso de Washington, además, ha estimulado la entrada de la banca extranjera en los países en vías de desarrollo. El razonamiento que habitualmente se ha seguido es que los bancos extranjeros mejorarían la eficiencia, ayudando a suplir la escasez de crédito nacional. En la práctica, la entrada de bancos extranjeros en los países en vías de desarrollo a partir de los años noventa ha tenido resultados inesperados, entre los que se incluye la redirección del crédito bancario hacia la renta personal. La entrada de la banca extranjera ha sido un factor clave de la financiarización subordinada.

En el siguiente apartado se considera la financiarización subordinada principalmente en relación con los flujos de capital y la entrada de la banca extranjera. El cambio en la dirección de los flujos de capital ha comportado costes significativos para los países en vías de desarrollo, que se asemejan a la imposición de un tributo informal que pagan a los países desarrollados, sobre todo a EEUU. La reorientación de los flujos de capital ha contribuido a un fuerte crecimiento de los mercados financieros nacionales, concretamente en los países de renta media, catalizando así la financiarización en estos países. La entrada de la banca extranjera, por otro lado, ha promovido también la financiarización, provocando fenómenos que recuerdan la transformación de las finanzas en los países desarrollados.

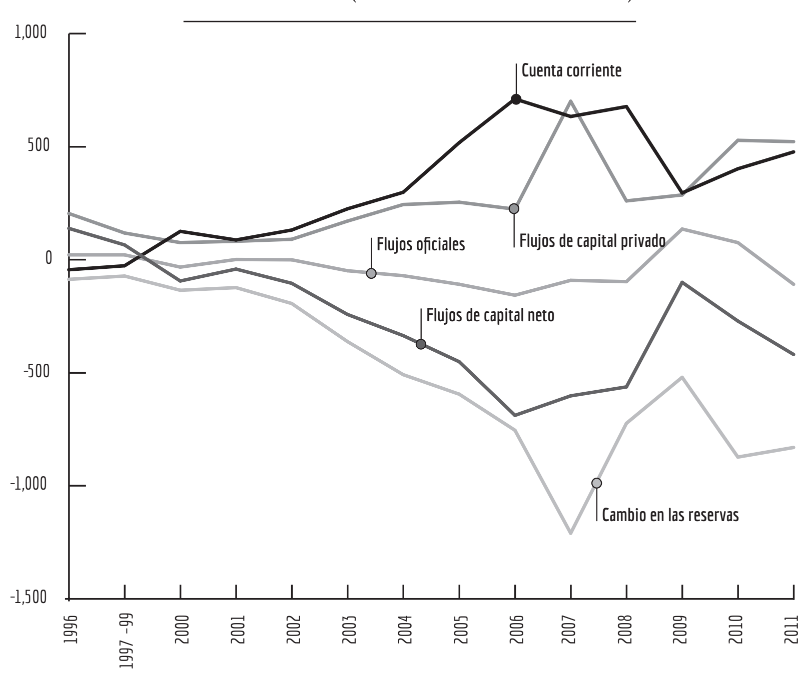
El cambio de dirección de los flujos netos de capital

Los flujos internacionales de capital y el comercio internacional han sido fundamentales para la financiarización subordinada, especialmente después de la crisis asiática de 1997 y 1998. El gráfico 46 recoge los flujos mundiales de valor entre los países desarrollados y los países en vías de desarrollo. Se utilizan categorías estándar, siguiendo la metodología del FMI; los flujos se diferencian entre flujos privados, flujos oficiales, balance de la cuenta corriente y el cambio en las reservas; su suma da como resultado el flujo neto total.

Un aspecto destacable de los flujos mundiales ha sido la creciente divergencia entre los flujos privados y los flujos oficiales a partir de 2002. La crisis asiática de 1997 y 1998 llevó al colapso de los flujos privados, pero entre 2002 y 2007 se produjo una fuerte recuperación. Durante el mismo periodo, sin embargo, los flujos oficiales netos pasaron a ser negativos, en parte porque los flujos de ayuda siguieron siendo débiles, pero principalmente porque los países en vías de desarrollo pasaron a reembolsar las deudas oficiales, especialmente las contraídas con organizaciones internacionales que habían acumulado a finales de los años noventa. La expansión de los flujos de capital en los años dos mil acabó en colapso, de forma

similar a lo que ocurrió a finales de los noventa, si bien los resultados de la consiguiente crisis han sido un tanto distintos.

Gráfico 8.46. Flujos de capital mundial neto, países emergentes y en vías de desarrollo (en millardos de dólares)



Fuente: World Economic Outlook, FMI, 2009. Los flujos netos de capital agrupan la inversión directa neta, la inversión de cartera neta y otros flujos netos de inversión a largo y corto plazo entre los que se encuentran los oficiales y los privados.

El gráfico 8.47 permite tomar una mayor perspectiva respecto a los flujos privados de capital en la medida en que muestran su composición. Se utilizan de nuevo las categorías del FMI: inversión directa extranjera, de cartera y «otros» flujos —este último indica principalmente el crédito bancario a corto plazo.

La IDE, que siguió en expansión incluso después de la crisis asiática, ha sido de lejos el componente más vigoroso de los flujos privados en los años dos mil. La distribución de la capacidad productiva en todo el mundo ha cambiado significativamente a medida que la acumulación capitalista continuaba expandiéndose en algunos países en vías de desarrollo[27]. Los flujos de cartera, por otro lado, han sido débiles y han fluctuado a lo largo del

[27] La IDE debe interpretarse con especial cautela. Una proporción significativa es, en la práctica, inversión de las instituciones financieras de los países desarrollados en los sistemas financieros de los países en vías de desarrollo. Además, la inversión de cartera se clasifica técnicamente como IDE si implica la compra de más del 10 % de una empresa que cotice en el mercado bursátil.

periodo, pero se han restablecido después de la crisis de los años dos mil, a medida que el capital prestable de los países avanzados buscaba ganancias en los países en vías de desarrollo. Los «otros» flujos han seguido siendo bajos hasta el año 2005, después tuvieron una fuerte recuperación aunque esta no fue uniforme en todos los países en vías de desarrollo, como se muestra a continuación. Sin embargo, los «otros» flujos cayeron de forma severa tras el estallido de la crisis de los años dos mil. La expansión de los flujos a corto plazo ha sido precaria y se revertió cuando los bancos se vieron envueltos en la agitación financiera.

Gráfico 8.47. Flujos de capital privado, países emergentes y en vías de desarrollo (en millardos de dólares)

Fuente: World Economic Outlook, FMI, 2009.

El gráfico 8.46 muestra también que durante este periodo los países en vías de desarrollo han registrado sustanciales superávit por cuenta corriente. Subyacente a este fenómeno es la mayor integración de los países en vías de desarrollo en el mercado mundial gracias a la adopción generalizada de las políticas de liberalización comercial a partir de los años ochenta. Esta creciente integración se ha dado incluso en los países de renta baja de África y Asia, a juzgar por las exportaciones con relación al PIB[28].

[28] Massoud Karshenas, «The Impact of the Global Financial and Economic Crisis on LDC Economies», United Nations Office of the High Representative for the Least Developed Countries, Landlocked Developed Countries and Small Island Developing States, 2009.

La trayectoria del balance por cuenta corriente en los años dos mil ha variado significativamente en los países en vías de desarrollo en linea con su especialización comercial y otros factores históricos específicos. No obstante, sobresalen dos grandes grupos de países en vías de desarrollo. El primero son los países que han ganado terreno en la manufactura internacional, siendo China el más importante, y que por tanto han obtenido excedentes sustanciales gracias a la exportación a los países desarrollados, concretamente gracias a la exportación de bienes de consumo a EEUU y a Europa occidental. El segundo grupo son los exportadores de materias primas, sobre todo de petróleo, entre los que se encuentran Rusia y los países del Golfo Pérsico, pero también los exportadores de metales industriales. El aumento de los precios de las materias primas a mediados de esta década dio como resultado que los países exportadores registraran superávit comerciales sustanciales, aunque estos fueron menos importantes para los exportadores de materias primas agrícolas.

Sin duda el aspecto más llamativo del gráfico 8.46 es el crecimiento de las reservas de divisas de los países en vías de desarrollo. La acumulación de reservas es en última instancia la razón por la cual los flujos netos de capital han cambiado su dirección, es decir, de que el capital haya ido de los países pobres hacia los países ricos. La acumulación de reservas y los flujos netos de capital de los países pobres hacia los países ricos disminuyeron durante y después de la crisis de 2007-2009, pero la tendencia subyacente se ha vuelto a manifestar después de 2009. Este es un rasgo destacable de la financiarización subordinada que va en contra de los preceptos del Consenso de Washington en relación con los flujos de capital —y que sostiene que el capital debería ir de los países ricos hacia los pobres[29].

La tabla 8.1 aporta mayores detalles sobre la acumulación de reservas en los países en vías de desarrollo. China ha sido el país dominante en la posesión de reservas, con más de un tercio del total de las reservas, a causa de sus persistentes superávit por cuenta corriente; los países exportadores de petróleo tienen también reservas importantes. No obstante, la zona con reservas que llama más la atención es el África subsahariana, donde estas han aumentado de forma espectacular durante el periodo. Al tiempo que se expandía la financiarización subordinada, incluso los países empobrecidos de África han contribuido a que los flujos de capital fueran de los países pobres hacia los ricos.

[29] Esto ha causado desconcierto entre los economistas de la corriente dominante; véase Eswar Prasad, Rajan Raghuram y Arvind Subramanian, «Foreign Capital and Economic Growth», *Brookings Papers on Economic Activity,* núm. 38, 2007, pp. 153-230. Cabe señalar que el rendimiento efectivo de los flujos de capital ha sido mucho más problemático que la cuestión que ocupaba a Robert Lucas —es decir, la falta de flujos de capital sostenidos desde los países ricos hacia los pobres; véase Robert E. Lucas, «Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?», *American Economic Review,* núm. 80:2, 1990. En los años dos mil, se han producido también grandes flujos de capital desde los países ricos hacia los pobres.

Tabla 8.1. Reservas de los países emergentes y en vías de desarrollo (en millardos de dólares)

	China	India	Rusia	Brasil	México	África sub-sahariana	Europa Central y del Este
2001	216,3	46,4	33,1	35,6	44,8	35,5	72,8
2002	292	68,2	44,6	37,5	50,6	35,9	89,2
2003	409,2	99,5	73,8	48,9	59	35,9	110,6
2004	615,5	127,2	121,5	52,5	64,1	62,2	129,2
2005	822,5	132,5	176,5	53,3	74,1	82,9	157,9
2006	1069,5	171,3	296,2	85,2	76,3	115,8	196,3
2007	1531,3	267,6	466,7	179,5	87,1	146,3	248,9
2008	2134,5	271,7	421,3	192,9	94,6	163,5	258,6
2009	2847,3	258,7	416,7	239,1	90,9	155,1	287,6
2010	3253,6	267,8	443,6	288,6	113,6	157,9	324,4
2011	3181,1	262,9	454	352	142,5	180,1	339,1

Fuente: World Economic Outlook, FMI, 2009.

Existen distintas razones por las que los países en desarrollado han acumulado reservas durante los años dos mil. El *shock* del cambio de dirección de los flujos privados de capital en 1997-1998 ha estimulado la denominada política de «autoseguro». Este es un desafortunado eufemismo empleado para referirse a la política de los países en vías de desarrollo dirigida a mantener reservas caras debido al funcionamiento del dólar como moneda mundial. Los países en vías de desarrollo fueron abandonados a su suerte en los años dos mil en un entorno en el que los flujos privados habían salido refortalecidos; consecuentemente trataron de reducir su exposición a los flujos a corto plazo y de cartera. En la misma línea, los países en vías de desarrollo aumentaron las reservas para protegerse de las potenciales consecuencias desastrosas de un cambio repentino en la dirección de los flujos de capital[30]. El FMI y el Banco Mundial han impuesto activamente el «autoseguro» mediante la monitorización de los niveles de reservas en relación con las exportaciones y al crecimiento monetario nacional, incluso de los países en vías de desarrollo más pobres. En la práctica, se han usado tres reglas para

[30] Alan Greenspan, «Currency Reserves and Debt», Remarks Before the World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management, Washington DC, 29 abril de 1999. Matthieu Bussiere y Christian Mulder, «External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion», IMF Working Paper WP/99/88, International Monetary Fund, julio de 1999.

determinar el nivel de reservas adecuado: la primera, la ratio de reservas sobre las importaciones que debía ser suficiente como para hacer frente a un deterioro inesperado de la balanza comercial; la segunda, la ratio de reservas sobre la deuda externa a corto plazo que debía ser suficiente como para cubrir toda la deuda externa a corto plazo del periodo posterior, habitualmente doce meses (la regla Greenspan-Guidotti); la tercera, la ratio de reservas sobre la oferta monetaria que debía ser suficiente como para afrontar una salida de capital repentina (habitualmente las reservas debían corresponder al 20 % de M2).

La acumulación de reservas ha sido también el resultado del viraje de la política de tipos de cambio adoptada por los países en vías de desarrollo[31]. Por un lado, los países en vías de desarrollo con superávit por cuenta corriente han tratado de evitar que aumentaran los tipos de cambio. Por otro lado, se ha forzado a los países en vías de desarrollo a adoptar la política de cumplimiento de un objetivo de inflación como parte del Consenso de Washington. Los objetivos de inflación han hecho que los tipos de cambio estuvieran vinculados al dólar, o a otras divisas importantes, para así controlar la importación de inflación; así pues, para ser capaces de defender la vinculación de su moneda, los países en vías de desarrollo han tenido que acumular reservas. En el mismo sentido, los países en vías de desarrollo han adoptado unos tipos de interés nacionales altos, lo que incluso ha provocado el aumento de los tipos de cambio durante el periodo. Estos últimos han estimulado formas de «operaciones de arbitraje» (*carry trade*), esto es, los residentes de los países en vías de desarrollo se han endeudado con el extranjero con tal de invertir en los activos financieros de sus países[32]. A medida que el endeudamiento con el exterior aumentaba, también lo hacía la presión para mantener reservas. El resultado final ha sido que los países en vías de desarrollo han exportado capital al núcleo desarrollado del mercado mundial. Este es quizás el aspecto más destacable de la financiarización subordinada y está estrechamente conectado con el papel del dólar como moneda mundial.

---

[31] Esto tiene el engañoso nombre de práctica «mercantilista» en Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau y Peter Garber, «An Essay on the Revived Bretton Woods System», NBER Working Paper, núm. 9971, 2003. No hay nada de mercantilista en la política de atesoramiento de reservas como protección contra los caprichos del mercado mundial, sobre todo cuando se ha fomentado que los países en vías de desarrollo integren sus economías en el mercado mundial. La acumulación de reservas es una práctica impuesta a los países en vías de desarrollo por la lógica de los mercados internacionales, no por una doctrina pasada de moda. En cualquier caso, Aizenman y Lee encontraron que el motivo «preventivo» domina al motivo «mercantilista» en la acumulación de reservas. Véase Joshua Aizenman y Jaewoo Lee, «International Reserves: Precautionary Versus Mercantilist Views: Hypothesis and Evidence», *Open Economies Review,* núm. 18, 2007; Joshua Aizenman y Jaewoo Lee, «International Reserves: Precautionary Versus Mercantilist Views: Theory and Evidence», IMF Working Paper WP/05/198, octubre de 2005.

[32] Juan Pablo Painceira, «Developing Countries in the Era of Financialisation: From Deficit Accumulation to Reserve Accumulation», RMF Discussion Papers 4, febrero de 2009.

El dinero mundial impone la financiarización subordinada

La composición precisa de las reservas internacionales no está disponible al público, pero no cabe duda de que los dólares norteamericanos son los que tienen más peso. Los países en vías de desarrollo han seguido una política de acumulación de reservas, especialmente el atesoramiento de dólares, con tal de poder participar en el comercio internacional y hacer frente a los flujos financieros del mercado mundial. En términos de la teoría marxista del dinero discutida en el capítulo 4, la acumulación de reservas es el atesoramiento intensificado del dólar como moneda mundial. El alcance de este atesoramiento en los países en vías de desarrollo no tiene precedentes, especialmente si se considera que el dólar no es más que dinero del banco central respaldado por el Estado mediante la deuda soberana de EEUU. En efecto, los países en vías de desarrollo han estado acumulando grandes reservas en una forma de dinero que se apoya únicamente en la promesa de que el gobierno norteamericano pagará un dólar (sin valor intrínseco) por cada dólar nominal de su deuda.

Por esta razón, la manera más segura que tienen los países en vías de desarrollo de acumular dólares es la compra de deuda pública de EEUU. La expansión de las reservas por parte de los países en vías de desarrollo durante la década del 2000 ha supuesto, así, que las instituciones oficiales, principalmente los bancos centrales, han mantenido una proporción cada vez mayor de deuda soberana de EEUU. Más concretamente, durante los años dos mil, una proporción creciente de los títulos del tesoro de EEUU han estado en manos de extranjeros, incluyendo los títulos emitidos por las agencias semipúblicas que son el eje vertebrador del mercado inmobiliario de EEUU[33]. En consecuencia, los flujos de capital asociados con la posesión de reservas han surgido a partir de las transacciones entre Estados o agentes públicos y no entre los capitalistas privados. Estos flujos han tenido también una conexión directa con la burbuja inmobiliaria de EEUU, que se discutirá en el capítulo 9.

El aumento de las reservas de moneda cuasi mundial por parte de los países en vías de desarrollo representa, de este modo, una forma de crédito oficial por parte de los países en vías de desarrollo al Estado de EEUU, que se ha llevado a cabo con fondos que potencialmente podrían haber sido invertidos en la economía nacional para apoyar el desarrollo. En consecuencia, los flujos internacionales de capital y las reservas de dinero mundial constituyeron una fuente de ganancias para la economía de EEUU bajo las condiciones del capitalismo financiarizado. Los países en vías de desarrollo han estado subsidiando, de forma implícita, el poder hegemónico del mercado mundial

[33] Ibídem.

con tal de tener acceso a la forma dominante de dinero mundial (sin valor intrínseco)[34].

El coste del subsidio para los países en vías de desarrollo ha sido estimado con una gran variedad de métodos[35]. Uno de los métodos se ha centrado en los países que han recibido importantes entradas de capital privado a corto plazo y que por tanto se han visto obligados a mantener reservas cuantiosas con tal de mitigar el riesgo de un cambio repentino de los flujos. Este grupo de países en vías de desarrollo ha recibido efectivamente créditos significativos del extranjero —incurridos por empresas privadas—, procediendo a «asegurar» las deudas privadas por medio de la concesión de créditos oficiales a EEUU. Sin embargo, el endeudamiento privado se ha hecho habitualmente a los tipos de interés comercial, mientras que el «seguro» se ha obtenido al tipo de interés oficial de EEUU, que es mucho menor. En un estudio pionero, Dani Rodrik ha estimado que el coste social de tal política de «autoseguro» es alrededor del 1 % del PIB de los países en vías de desarrollo[36].

Conviene señalar que los beneficiarios de este tributo informal pagado por los países pobres a EEUU ha incluido no solo al sector público de EEUU, sino también a los capitalistas de los países en vías de desarrollo. En los países en vías de desarrollo, las empresas privadas y otras agencias han sido capaces de endeudarse con el extranjero a tipos de interés habitualmente menores que los nacionales, al tiempo que «aseguraban» indirectamente la deuda imponiendo los costes al conjunto de la sociedad. Además, los acreedores privados han usado también fondos para invertir en los activos financieros nacionales, con «operaciones de arbitraje» [*carry trade*] que les han permitido una apropiación directa de los beneficios generados a partir de los diferenciales en los tipos de interés. La acumulación de reservas ha animado, así, la diferenciación interna en los países en vías de desarrollo.

Otro modo de estimar el coste de las reservas para los países que han registrado superávit por cuenta corriente, o para los países pobres que han recibido ayudas, se ha centrado en el impacto de la política monetaria[37].

---

[34] Japón también ha estado proporcionando un gran subsidio a EEUU, de modo similar y durante más tiempo, aunque la relación entre los dos países avanzados tiene poco que ver con la financiarización subordinada.

[35] Incluso sin contar el riesgo de las pérdidas de capital si el dólar se depreciara en el futuro.

[36] Dani Rodrik, «The Social Cost of Foreign Exchange Reserves», NBER Working Paper, núm. 11952, enero de 2006. Yknaz Akyüz ha propuesto un cálculo alternativo del coste que utiliza la diferencia entre los tipos de interés de los préstamos y los costes de mantenimiento de las reservas, mientras que a la vez se refiere también a la distinción entre las reservas prestadas y las obtenidas («Managing Financial Instability in Emerging Markets: a Keynesian Perspective», *METU Studies in Development*, núm. 35:1, 200). La misma distinción ha sido utilizada por Jacques Polak y Peter Clark en su cálculo de costes, «Reducing the Costs of Holding Reserves», Inge Kaul y Pedro Conceição (ed.), *The New Public Finance*, Oxford, Oxford University Press, 2006).

[37] Véase, por ejemplo, J. Onno de Beaufort Wijnholds y Lars Søndergaard, «Reserve Accumulation: Objective or By-Product?», European Central Bank, Occasional Paper Series, núm. 73, 2007; Joshua

La adquisición de reservas por parte de los bancos centrales ha sido por lo general esterilizada para prevenir el crecimiento del dinero doméstico, que podría haber puesto en peligro los objetivos de inflación. Sin embargo, los pasivos que han emitido los bancos centrales, con el objetivo de esterilizar las reservas, están por lo general a los tipos de interés domésticos. Los tipos domésticos han tendido a ser significativamente más altos que los tipos de interés de los activos públicos extranjeros, que también adquirieron los bancos centrales, en parte por los objetivos de inflación. El diferencial entre los tipos de interés domésticos y extranjeros es un coste impuesto al banco central, y por tanto a toda la sociedad. El principal beneficiario ha sido naturalmente EEUU, dado que ha estado en disposición de pedir prestado a tipos bajos. Sin embargo, esto ha tenido importantes implicaciones para el funcionamiento interno de los sistemas financieros de los países en vías de desarrollo.

Una de las implicaciones internas más importantes para los países en vías de desarrollo ha sido el aumento de la emisión de deuda soberana. Los mercados nacionales de bonos han crecido considerablemente en muchos países en vías de desarrollo desde mediados de los años noventa, principalmente en Asia, donde con diferencia se atesoran las reservas de divisas extranjeras más grandes, pero también en América latina. El crecimiento de los mercados financieros domésticos ha representado una mayor penetración financiera en los países en vías de desarrollo y un nuevo impulso a la financiarización subordinada. La disponibilidad de los títulos públicos domésticos y líquidos ha facilitado las transacciones financieras y ha permitido el surgimiento de las nuevas instituciones financieras en los países en vías de desarrollo. Ante todo, la expansión de la liquidez ha hecho posible que los bancos nacionales se volcaran sobre los mercados financieros, así como sobre las transacciones que implicaban a los hogares del país[38]. En los países en vías de desarrollo han empezado así a surgir las formas características de la financiarización, acelerándose más si cabe con la entrada de los bancos extranjeros en los años noventa y dos mil.

La entrada de la banca extranjera en las últimas dos décadas ha provocado que los países en vías de desarrollo de rentas medias posean proporciones importantes de los activos bancarios totales. No obstante, se ha producido también una entrada sostenida de la banca extranjera en los países de rentas bajas, entre los que se incluyen los del continente africano, donde la propiedad extranjera ha pasado a dominar los activos

Aizenman y Reuven Glick, «Sterilization, Monetary Policy, and Global Financial Integration», NBER Working Paper, núm. 13902, 2008; y Joshua Aizenman y Reuven Glick, «Pegged Exchange Rate Regimes: A Trap?», *Journal of Money*, Credit and Banking, núm. 40:4, 2008.

[38] Para un análisis de los casos característicos de Brasil y Corea del Sur, véase Juan Pablo Painceira, «Central Banking in Middle Income Countries in the Course of Financialisation: A Study with Special Reference to Brazil and Korea», Tesis Doctoral no publicada, University of London, 2011.

bancarios en una serie de países[39]. La entrada de bancos extranjeros ha tenido inevitablemente resultados complejos para el crecimiento, así como para el desempeño del sector financiero doméstico. Los economistas de la corriente dominante han defendido a menudo la entrada de los bancos extranjeros con el argumento de que estos son más eficientes y, por tanto, mejoran el desempeño de los sistemas financieros domésticos, a la vez que mitigan la persistente escasez de crédito para las empresas pequeñas y medianas[40]. Pero incluso la corriente dominante pone en duda que las habilidades de los bancos extranjeros a la hora de evaluar la información cuantitativamente sean las apropiadas para los países en vías de desarrollo en los que el crédito ha tendido tradicionalmente a depender de la información de tipo cualitativo[41].

Un resultado destacable de la entrada de los bancos extranjeros ha sido el aumento de las operaciones de la banca que se dirigen hacia la renta de los particulares y de los hogares, especialmente en los países de renta media durante los años dos mil. Los bancos extranjeros han expandido la provisión de créditos hipotecarios y de tarjetas de crédito, así como de otros servicios financieros relacionados. Más aún, los bancos nacionales también se han visto atraídos a este ámbito y han contribuido a la aceleración de la financiarización de la renta personal. El resultado ha sido un crecimiento sostenido del endeudamiento personal en un conjunto de países en vías de desarrollo entre los que se encuentran los países pobres[42].

---

[39] Massoud Karshenas, «The Impact of the Global Financial and Economic Crisis on LDC Economies», United Nations Office of the High Representative for the Least Developed Countries, Landlocked Developed Countries and Small Island Developing States, 2009.

[40] La bibliografía sobre este tema es muy extensa. Para los argumentos a favor de la entrada de la banca extranjera basados en los presuntos beneficios que comportaría para los sistemas financieros domésticos, e incluso para las operaciones de la banca central, véase Ross Levine, «Financial Development and Economic Growth», *Journal of Economic Literature,* núm. 35:2, 1997; Michael Gavin y Ricardo Hausmann, «Securing Stability and Growth in a Shock-Prone Region», en Ricardo Hausmann y Helmut Reisen (eds.), *Securing Stability and Growth in Latin America*, París, Organisation for Economic Co-operation and Development, 1996; Stijn Claessens y Tom Glaessner, «The Internationalization of Financial Services in Asia», World Bank Policy Research Working Paper, núm. 1911, 1998; Stijns Claessens, Asli Demirgüç-Kunt, y Harry Huizinga, «How Does Foreign Bank Entry Affect Domestic Banking Markets?», *Journal of Banking and Finance,* núm. 25, 2001; y George Clarke *et al.*, «Foreign Bank Entry: Experience, Implications for Developing Economies and Agenda for Further Research», *The World Bank Research Observer,* núm. 18:1, 2003. Para una excelente discusión crítica, véase Paulo Dos Santos, «Foreign Capital and Familial Control in Philippine Banking»,Tesis Doctoral no publicada, University of London, 2007.

[41] Thierry Tressel, Enrica Detragiache y Poonam Gupta, «Foreign Banks in Poor Countries: Theory and Evidence», IMF Working Paper, núm. 06/18, International Monetary Fund, 2006.

[42] Para una discusión detallada de estos procesos en Turquía, véase Nuray Ergüneş, «Global Integration of the Turkish Economy in the Era of Financialisation», RMF Discussion Paper, núm. 7, 2009; también publicado en Lapavitsas (ed.), *Financialisation in Crisis*. Se puede encontrar un estudio meticuloso del crédito a los hogares por parte de los bancos de los países en vías de desarrollo usando los datos de Turquía en Elif Karacimen, «Political Economy of Consumer Debt in Developing Countries: Evidence from Turkey», Tesis Doctoral no publicada, University of London, 2013.

En definitiva, la década de 2000 ha sido un periodo de integración acelerada de los países en vías de desarrollo en los procesos del comercio y las finanzas mundiales —con variaciones importantes— lo que ha dotado a la financiarización subordinada de un aspecto tanto doméstico como internacional. En los años dos mil se ha producido un fuerte incremento de la IED y del crédito a corto plazo, no obstante los flujos de cartera desde los países desarrollados hacia los países en vías de desarrollo han sido débiles. A su vez, los países en vías de desarrollo han registrado grandes superávit por cuenta corriente gracias al aumento de los precios de las materias primas y de las manufacturas de exportación. Lo más importante es que los países en vías de desarrollo han acumulado una enorme cantidad de reservas de divisas extranjeras. El resultado ha sido el registro de flujos netos de capital negativos: los países pobres han financiado a un conjunto selecto de países ricos, principalmente a EEUU.

El mantenimiento de enormes reservas de dólares como moneda mundial ha sido una parte esencial de la financiarización subordinada. Los costes para los países en vías de desarrollo han sido sustanciales, sin que importe si la estimación se hace mediante el diferencial de los tipos de interés domésticos y extranjeros o a través del coste de la esterilización de los bancos centrales. Los países en vías de desarrollo han pagado un tributo implícito a los países desarrollados, especialmente a EEUU en tanto emisor hegemónico del dólar. La acumulación de reservas ha contribuido al crecimiento de los mercados financieros domésticos, de tal modo que ha impulsado también la financiarización doméstica. La entrada sostenida de la banca extranjera en los países en vías de desarrollo ha exacerbado la financiarización subordinada animando el vuelco de las prácticas bancarias hacia los mercados financieros abiertos y hacia la renta personal como fuente de ganancias financieras. La expropiación financiera doméstica parece haber arraigado en los países en vías de desarrollo en los años dos mil, lo que ha resultado en un aumento de la deuda personal.

APÉNDICES

La financiación de la inversión agregada: metodología

Fuentes

EEUU	Federal Reserve System Flow of Funds, tabla F.102
Reino Unido	Oficina Nacional de Estadísticas (ONS), Financial Statistics, tablas 11.1D y 14.3C
Alemania	Eurostat, Annual Sector Accounts
Japón	Banco de Japón, Flow of Funds; Cabinet Office, Gobierno de Japón, Historical Statistics of Japan, tablas 3-29-b y 3-30-a (1980–2003); Cabinet Office, Gobierno de Japón, National Accounts, 2010, Flow, Tables 2.2, 3.1 (2001–2010)

La identidad principal: Formación bruta de capital = financiación interna + financiación externa neta = financiación interna + (crédito bancario neto + financiación neta de mercado + otra financiación externa neta).

EEUU

Fondos internos = ahorro bruto incluyendo las ganancias no distribuidas hechas en el extranjero menos las transferencias netas de capital pagadas.

Las fuentes externas netas de cada tipo de financiación se calculan como la diferencia entre los correspondientes pasivos y activos.

	Pasivos	Activos
Crédito bancario	Préstamos de las instituciones de depósito no clasificados en otras categorías, otros préstamos y anticipos, hipotecas.	Depósito disponible mediante cheque y divisas, depósitos a plazo y de ahorro, depósitos extranjeros privados.
Financiación de mercado	Emisiones netas de nuevas acciones, papel comercial, títulos municipales, bonos empresariales	Acciones de los fondos de inversión en el mercado monetario, títulos de operaciones de recompra, papel comercial, títulos del tesoro, títulos federales y respaldados por empresas semipúblicas, títulos municipales, hipotecas, participaciones en fondos de inversión.
Crédito comercial	Cuentas por pagar	Cuentas a cobrar, crédito al consumo
Otros	Miscelánea de pasivos, impuestos a pagar	Miscelánea de activos

La discrepancia estadística se calcula mediante la suma de todas las fuentes de financiación netas como porcentaje de los gastos de capital menos el 100 %.

Reino Unido

Fondos internos = ahorro bruto

Las fuentes externas netas de cada tipo de financiación se calculan como la diferencia entre los pasivos y activos correspondientes.

	Pasivos	Activos
Crédito bancario	Préstamos a corto plazo, préstamos a largo plazo garantizados con una vivienda, leasing financiero	Divisas y depósitos
Financiación de mercado	Títulos que no son acciones, acciones y otro capital	Títulos que no son acciones, acciones y otro capital
Otros	Préstamos de inversión directa (en el exterior y del exterior), otros préstamos de los residentes de Reino Unido, otros préstamos del resto del mundo, otras cuentas por pagar / por cobrar.	Préstamos de inversión directa (en el exterior y del exterior), arrendamiento de financiación, préstamos a largo plazo de residentes de Reino Unido, prepago de primas de seguro, etc., otras cuentas a pagar / a cobrar.

La discrepancia estadística se calcula mediante la suma de todas las fuentes de financiación netas como porcentaje de la formación bruta de capital menos el 100 %. La formación bruta de capital es la suma de la formación bruta de capital fijo, la variación en las existencias y las adquisiciones menos disposiciones de objetos de valor.

Alemania

Los datos de las empresas no financieras son datos consolidados.

Fondos internos = ahorro bruto

Las fuentes externas netas de cada tipo de financiación se calculan como la diferencia entre los pasivos y activos correspondientes.

	Pasivos	Activos
Crédito bancario	Préstamos a corto y largo plazo	Divisas y depósitos
Financiación de mercado	Títulos que no son acciones (a corto y a largo plazo), acciones y otro capital (excluyendo las participaciones en los fondos de inversión).	Títulos que no son acciones (a corto y largo plazo), derivados financieros, acciones y otro capital (excluyendo las participaciones en los fondos de inversión), participaciones en los fondos de inversión.
Otros	Patrimonio neto de los hogares en reservas de seguros de vida y de fondos de pensiones, otras cuentas por pagar / por cobrar.	Préstamos a corto y largo plazo, prepago de primas de seguro y reservas para los créditos vigentes, otras cuentas a pagar / a cobrar.

La discrepancia estadística se calcula mediante la suma de todas las fuentes de financiación netas como porcentaje de la formación bruta de capital menos el 100 %. La formación bruta de capital es la suma de la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias y las adquisiciones menos disposiciones de objetos de valor.

Japón

Los datos se proporcionan según el ejercicio fiscal. Las empresas no financieras incluyen tanto las empresas no financieras privadas como las públicas.

La formación bruta de capital se calcula como la suma de la formación bruta de capital fijo y la variación de existencias.

Fondos internos = ahorro bruto

Las fuentes externas netas de cada tipo de financiación se calculan como la diferencia entre los pasivos y activos correspondientes.

La discrepancia estadística se calcula mediante la suma de todas las fuentes de financiación netas como porcentaje de la formación bruta de capital menos el 100 %.

Las cuentas nacionales de Japón contienen datos sobre las transacciones financieras, es decir, sobre la adquisición de activos y pasivos financieros. Estos datos están disponibles en las cuentas de la financiación del capital que publica el *Cabinet Office* del gobierno de Japón, en las *Historical Statistics of Japan* (tabla 3-30-a). Si se hubiera utilizado la misma fuente de datos para la financiación externa y para el ahorro bruto y la formación bruta de capital se habría asegurado la compatibilidad entre las valoraciones de los fondos internos y la inversión, por un lado, y la financiación externa, por el otro. No obstante, hay un inconveniente: las cuentas de la

financiación del capital no proporcionan suficiente detalle para desglosar los fondos externos entre el crédito bancario y la financiación de mercado. En concreto, en el lado de los pasivos, la tabla 3-30-a contiene datos sobre el total de los préstamos de las empresas no financieras. Los préstamos totales son, sin embargo, una aproximación pobre al crédito bancario. Además del crédito de las instituciones financieras, los préstamos totales incluyen los préstamos del sector no financiero, el crédito a plazos y los acuerdos de recompra, y las transacciones de préstamo de valores. De acuerdo con los datos de los flujos de fondos disponibles en el Banco de Japón, que desglosan el crédito en diversas categorías inferiores, entre 1980 y 2010 los préstamos de las instituciones financieras privadas y los préstamos de las instituciones financieras públicas suponían de media un 78 % del total del crédito a las empresas no financieras. La desviación estándar de esta ratio sobre el mismo periodo de tiempo alcanzó, sin embargo, 64 puntos porcentuales, lo cual indica una alta variabilidad de la proporción del crédito bancario en el total de los préstamos. Por esta razón, para calcular el crédito bancario neto, la financiación de mercado neta, y otras fuentes de financiación externa netas como porcentaje de la formación bruta de capital, se usaron los datos de los flujos de fondos disponibles en el Banco de Japón, en lugar de las cuentas de financiación del capital que proporciona la tabla 3-30-a de las *Historical Statistics of Japan*.

	Pasivos	**Activos**
Crédito bancario	Préstamos de las instituciones financieras privadas, préstamos de las instituciones financieras públicas, depósitos de dinero.	Divisas y depósitos, depósitos con el Fiscal Loan Fund, depósitos de dinero.
Financiación de mercado	Acuerdos de recompra y transacciones de préstamo de valores, títulos que no son acciones, acciones y otro capital, derivados financieros	Acuerdos de recompra y transacciones de préstamo de valores, títulos que no son acciones, acciones y otro capital, derivados financieros
Otros	Préstamos del sector no financiero, créditos a plazos (no incluidos en el crédito al consumo), crédito comercial y créditos para el comercio exterior, cuentas a pagar / a cobrar, otros créditos y deudas frente al exterior, otros.	Dinero y préstamos a la vista, préstamos del sector no financiero, créditos a plazos (no incluidos en el crédito al consumo), crédito comercial y créditos para el comercio exterior, cuentas por pagar/por cobrar, inversión directa al exterior, inversión en títulos del exterior, otros préstamos frente al exterior y deudas, otros.

IX
LA PROPENSIÓN A LA CRISIS: ESTALLA UNA ENORME TORMENTA EN 2007

La financiarización ha surgido a partir de las principales perturbaciones económicas de los años setenta que marcaron el final del largo *boom* de posguerra de los países capitalistas maduros. Ha venido caracterizada por la recurrencia de crisis, que a menudo han girado alrededor del sector financiero, aunque ninguna de ellas ha sido tan profunda como la tormenta económica mundial que empezó en agosto de 2007. Esta crisis surgió en el sector financiero de EEUU tras el estallido de la burbuja del 2001-2007, principalmente en el mercado inmobiliario. Un rasgo característico de esta burbuja fue la financiarización de la renta personal, concretamente a través del crédito hipotecario concedido a los trabajadores norteamericanos, incluidos los más pobres.

La burbuja tuvo un impacto modesto sobre la acumulación productiva en EEUU y en otros países maduros, pero el estallido del *shock* financiero provocó una recesión mundial en 2008-2009, a través de mecanismos financieros y comerciales. El efecto de esta recesión varió mucho en todo el mundo y sus peores consecuencias tardaron más de un año en manifestarse en Europa. La crisis de la eurozona, que en 2010 inició su momento más virulento, llevó la conmoción económica mundial a una nueva fase, una mayor propensión a la inestabilidad de la financiarización, asociada concretamente con el papel del dinero mundial.

La enorme tormenta económica de los años dos mil constituye una crisis de la financiarización que ha llevado a primer plano algunos aspectos característicos de este periodo. Por un lado, ha ofrecido una nítida perspectiva de la transformación de los bancos, incluidas sus actividades de crédito a los hogares y de comercialización de capital prestable en los mercados abiertos. Los bancos han afrontado problemas inasumibles de liquidez y solvencia, mientras que los hogares y los Estados se han ahogado en sus propias deudas; el endeudamiento, en cambio, ha sido menos severo para las empresas industriales y comerciales. La crisis también ha dejado claro el papel central del Estado en el sustento de la financiarización en los países maduros. La intervención del banco central ha rescatado repetidas veces a la banca y ha atenuado el impacto de la crisis en la acumulación real.

Por encima de todo, la prolongación y la continua evolución de la crisis ha indicado que la propensión del capitalismo financiarizado a las crisis está profundamente arraigada y no será fácil de contrarrestar. La expansión de las finanzas y la penetración de las prácticas financieras en la vida económica ha exacerbado la propensión inherente a la inestabilidad y a las crisis de la acumulación capitalista. Este capítulo examina la crisis de los años dos mil para sacar conclusiones más generales sobre las causas y los mecanismos de la inestabilidad en el capitalismo financiarizado. El análisis sienta también las bases para la discusión general sobre la intervención del Estado en las economías financiarizadas que se realiza en el capítulo 10. El primer paso en este sentido es considerar brevemente la discusión de Marx sobre las finanzas como factor de las crisis capitalistas.

Las finanzas y las crisis según Marx

Marx no desarrolló una teoría coherente de las crisis pero ofreció perspectivas muy ricas sobre sus causas, aunque no todas fueran plenamente consistentes entre sí. Según Marx, las crisis capitalistas suceden necesariamente dentro de la acumulación capitalista y reflejan las contradicciones fundamentales entre el valor y el valor de uso en la producción, pero también la falta de una organización consciente de la economía capitalista. A su vez, las crisis funcionan como oportunidad para reestructurar la producción capitalista y hacen posibles las nuevas oleadas de acumulación.

La reproducción económica capitalista se organiza mediante interacciones autónomas en el mercado que dan lugar a cambios en los precios e inducen los flujos de mercancías y de dinero correspondientes. Estos flujos permiten la producción de plusvalía, y la reproducción del conjunto de la economía. Las causas de las crisis emanan habitualmente de la esfera de la producción. Sin embargo, la forma inmediata de la crisis es la imposibilidad de vaciar los mercados en tanto los precios, el dinero y las mercancías dejan de relacionarse entre sí de forma «normal». Por un lado, las mercancías (incluido el trabajo) no se pueden vender, mientras que por otro el dinero queda ocioso —se interrumpe la reproducción cuando la relación entre los precios, las mercancías y el dinero se rompe[1]. En términos más convencionales, aparece el desempleo, hay exceso de oferta de mercancías y se atesora liquidez. Al mismo tiempo, las crisis son una forma violenta de restaurar la interacción «normal» entre los precios, las mercancías y el dinero. Se reestructura la esfera de la producción, se establecen nuevas bases para la extracción de la plusvalía y la reproducción supera al fin la perturbación.

[1] Véase, por ejemplo, K. Marx, *Grundrisse*, cit., pp. 410-420.

Por lo general, los teóricos marxistas reconocen la existencia de una dimensión comercial —o de mercado— esencial para las crisis capitalistas; sin embargo, los desequilibrios del mercado se adscriben habitualmente a los procesos subyacentes de la producción capitalista. Está ampliamente aceptado en la economía marxista que las crisis suceden por las tendencias contradictorias de la acumulación en la esfera de la producción, lo cual provoca un desequilibrio en los mercados. Del mismo modo, está aceptado que las crisis son el mecanismo de la economía capitalista para superar las perturbaciones, y permiten que la acumulación continúe hasta que las contradicciones de la producción conduzcan de nuevo a una crisis. No obstante, siguiendo los pasos de los escritos de Marx, han surgido varias teorías marxistas que discuten las causas concretas de las crisis dentro de la producción capitalista[2].

Las conocidas aproximaciones de la sobreacumulación, de la desproporcionalidad entre los sectores de la economía y del subconsumo se apoyan en el trabajo de Marx, aunque no en la misma medida[3]. Las teorías de la sobreacumulación, en particular, han sido la aproximación dominante durante las últimas cuatro décadas. La causa de la crisis viene dada por la caída de la tasa de ganancia que resulta de la tendencia a que aumente la composición orgánica del capital a medida que los capitalistas introducen nuevas tecnologías a fin de ahorrar trabajo[4]. En términos generales, las crisis suceden porque la acumulación del capital industrial se produce sobre la base de la introducción continua de estas nuevas tecnologías que, por tanto, alteran la relación entre capital y trabajo; así, aumenta

---

[2] La tensión inherente entre las teorías marxistas de las crisis fue discutida por Richard Day en un excelente libro que desafortunadamente es poco leído hoy en día (*The Crisis and the 'Crash'*, Londres, NLB, 1981). Como Day argumenta, el análisis de Marx tiende a centrarse en las crisis cíclicas, pero los escritos marxistas posteriores se centraron en las crisis seculares. De este modo, los debates de los marxistas clásicos sobre el imperialismo y los debates soviéticos posteriores fueron en gran medida sobre fenómenos seculares a largo plazo. El argumento de Day es importante y se puede aplicar a algunas teorías marxistas sobre la crisis y la financiarización que se consideraron en el capítulo 2. Cabe señalar, sin embargo, que tanto la forma como el trasfondo de las crisis capitalistas ha cambiado desde la época en que Marx publicó sus escritos, debido al proceso de monopolización que se ha producido y a que la intervención del Estado ha pasado a ser vital para la economía capitalista. Los cortos episodios de crisis agudas de las que Marx fue testigo a mediados del siglo XIX han sido reemplazados por periodos de larga perturbación de la acumulación. La crisis de los años dos mil ya lleva cinco años y continuará aun más tiempo. Así pues, el cambio de análisis hacia una perspectiva más a largo plazo refleja la realidad y no meramente una excentricidad teórica.

[3] Para una discusión más detallada de esta cuestión véase M. Itoh y C. Lapavitsas, *Political Economy of Money and Finance*, cit., cap. 6.

[4] Esta aproximación ha formado la base de la corriente anglosajona de las teorías marxistas de las crisis a partir de los años setenta. Se pueden encontrar elementos de ello en M. Dobb, *Political Economy and Capitalism*, Londres, Routledge & Kegan Paul, 1937; y M. Dobb, *Theories of Value and Distribution*, Cambridge, Cambridge University Press, 1973; más significativamente en Henryk Grossman, *Law of the Accumulation and Breakdown of the Capitalist System*, Leipzig, Hirschfeld, 1929; y Paul Mattick, *Economic Crisis and Crisis Theories*, Armonk (NY), M.E. Sharpe, 1981.

la composición orgánica de capital y esto conduce a la caída de la tasa de ganancia[5]. Los problemas en la rentabilidad se manifiestan a través de la incapacidad de las empresas para vender el producto, lo cual conduce al colapso de los mercados, la caída de la producción, las quiebras y el aumento del desempleo. La crisis resultante abre un periodo de reestructuración del capital que potencialmente podría restaurar la rentabilidad y preparar el terreno para una nueva forma de acumulación.

Por otro lado, hay otras teorías marxistas de la crisis, como la desproporción y el subconsumo que se derivan de los problemas de «realización». El problema de «realización» equivale esencialmente a la caída de la demanda agregada por debajo de la oferta agregada, es decir, a la imposibilidad de vender el producto, que conduce, de este modo, a la caída de la tasa de ganancia. Los problemas de «realización» pueden suceder por la desproporción entre los departamentos de la producción capitalista —el departamento I produce los medios de producción y el departamento II produce los medios de consumo— que refleja el carácter no planificado y anárquico del capitalismo; la exposición clásica de esta visión puede encontrarse en *Les crises industrielles en Anglaterre*, de Tugan-Baranovsky. La teoría de la desproporción influyó en los debates marxistas clásicos de la época sobre el imperialismo, pero en su mayoría ha sido abandonada a lo largo de las últimas décadas. Los problemas de «realización» pueden suceder también por la restricción del consumo de la clase trabajadora, que da como resultado una insuficiencia de la demanda agregada. La tradición del «subconsumo» está estrechamente vinculada con el libro *La acumulación de capital*, de Rosa Luxemburgo, pero también a *El capital monopolista*, de Baran y Sweezy, de la época de posguerra. Actualmente, la influencia de la teoría del subconsumo es limitada aunque la corriente ha sido decisiva para desarrollar el concepto de financiarización, tal y como se expuso en el capítulo 2.

Este capítulo no pretende revisar la visión de Marx sobre las crisis, ni mucho menos examinar los posteriores debates entre marxistas sobre la teoría de las crisis. Su objetivo es analizar las crisis del capitalismo financiarizado y, por tanto, en la siguiente sección basta con centrarse en el análisis de Marx sobre la relación entre el sistema financiero y las crisis económicas. Sobre esta base, se puede desarrollar un enfoque analítico de la crisis de

---

[5] Se consideraron algunos aspectos de esta aproximación en el capítulo 2 en relación con las teorías de la financiarización. Anwar Shaikh es probablemente el exponente más importante de la visión de que las crisis se deben a las tendencias en la producción que provocan una caída de la tasa de ganancia. Véase Shaikh, «Political Economy and Capitalism: Notes on Dobb's Theory of Crisis», *Cambridge Journal of Economics,* núm. 2:2, 1978; «An Introduction to the History of Crisis Theories» en *US Capitalism in Crisis*, Nueva York, Monthly Review Press, 1978; «The Falling Rate of Profit and the Economic Crisis in the US» en *The Imperiled Economy*, Nueva York, Union of Radical Political Economics, 1987; «The Falling Rate of Profit and Long Waves in Accumulation» en *New Findings in Long Wave Research*, Londres, Macmillan, 1992; y «Explaining the Global Economic Crisis», *Historical Materialism,* núm. 5, invierno de 1999.

los años dos mil en las últimas partes del capítulo. Con este objetivo, se considera, primero, el papel del dinero y de las finanzas en las discusiones de Marx sobre las crisis y, segundo, el marco histórico e institucional en el que Marx desarrolló su visión sobre las crisis.

El análisis de Marx sobre el dinero y las finanzas como aspectos esenciales de las crisis capitalistas

Según Marx, las crisis capitalistas tienen aspectos monetarios y financieros esenciales, a pesar de que sus causas se encuentren en la esfera de la producción. Los aspectos monetarios y financieros fueron fundamentales para el análisis de Marx sobre las violentas y repentinas fluctuaciones características de las crisis. Al fin y al cabo es extremadamente complicado plasmar en la teoría los cambios violentos que marcan las crisis capitalistas sin referirse a la falta de crédito o a la necesidad de liquidar los compromisos de pago adquiridos en el pasado. El hecho de que el periodo de reembolso de las relaciones de crédito sea fijo y de que no sea posible eludir la liquidación de la deuda por su naturaleza, son ambos factores típicos que inducen el empeoramiento repentino de la actividad económica en una economía capitalista. Por eso, Marx dedicó mucho esfuerzo al estudio de los aspectos de las crisis relacionados con el crédito, tal y como se hace evidente en la parte cinco del tercer volumen de *El capital*[6].

Desafortunadamente, desde los años setenta los elementos monetarios y financieros del análisis de Marx sobre las crisis han quedado bastante de lado en los debates marxistas anglosajones a este respecto. La tradición de la Escuela de Uno —y del marxismo japonés en general— es en este sentido muy distinta, en tanto ha prestado atención de forma sistemática a los aspectos monetarios y financieros de las crisis capitalistas. Sobre la base del trabajo de la corriente de Uno y simplificando mucho es posible componer una explicación coherente del análisis de Marx de los aspectos monetarios y financieros de las crisis capitalistas de su época[7].

---

[6] Las investigaciones recientes han empezado a determinar la atención meticulosa con la que Marx siguió las perturbaciones financieras y crediticias de su época. Por ejemplo, los apuntes de Marx sobre la gran crisis financiera que empezó en 1866 y que llevó al colapso de Overend, Gurney y cía., véase João Antonio de Paula *et al.*, «Marx in 1869: Notebook B113, The Economist and The Money Market Review», Discussion Paper, núm. 417, Cedeplar, Universidade Federal de Minas Gerais, 2011.

[7] Para una discusión más detallada de esta cuestión véase Itoh y Lapavitsas, *Political Economy of Money and Finance*, cit., cap. 6. Cabe señalar que la corriente de Uno habitualmente destaca la escasez de oferta de trabajo (de hecho, destaca los cuellos de botella en la oferta de trabajo) como el principal factor que induce las crisis en la actividad económica (véase, por ejemplo, Uno, 1936). Sin embargo, no es necesario aceptar este aspecto concreto de la tradición de Uno para reconocer el potencial de su análisis del dinero y el crédito a lo largo de las crisis.

El punto de partida del análisis de Marx es el crédito comercial y asume que este se expande a lo largo de un *boom,* generando grandes volúmenes de letras de cambio, lo cual provoca que la producción y el comercio aumenten[8]. A medida que se desarrolla el *boom*, sin embargo, el crédito bancario entra de forma decisiva en escena: los bancos descuentan las letras de cambio y ofrecen así el capital dinerario prestable que cubre las necesidades de liquidez de los capitalistas. En los últimos estadios del *boom*, la especulación financiera empieza a darse a gran escala, principalmente mediante la creación de letras de cambio con el único fin de ser descontadas por los bancos. Estas letras de cambio están poco o nada relacionadas con la actividad productiva. El exceso de crédito (tanto comercial como bancario) contribuye a la sobreacumulación y a la sobreproducción, y provoca la acumulación de existencias y el exceso de oferta en los mercados de mercancías. Dada la dificultad para vender, la expansión empieza a desintegrarse y surge una crisis comercial.

Según Marx, la aparición de una crisis comercial tiene un impacto decisivo en el desbordamiento de los mecanismos de crédito.[9] La imposibilidad de vender el producto acabado implica la imposibilidad por parte de los capitalistas acreedores de cumplir los pagos de las letras de cambio que vencen. En consecuencia, los bancos empiezan a acumular activos de cobro dudoso. A medida que la calidad de los activos bancarios y la solvencia de los acreedores disminuyen, los bancos se vuelven reacios a prestar dinero. La restricción del crédito bancario ocurre en un momento en el que el capital dinerario líquido es muy demandado por los capitalistas activos, presionados por la dificultad de vender. Paulatinamente, incluso los bancos se hacen reacios a prestarse entre sí, en consecuencia el mercado monetario se hace extremadamente estrecho y los tipos de interés aumentan rápidamente. En otras palabras son los comienzos de una escasez absoluta de liquidez.

En estas circunstancias de escasez de liquidez, los capitalistas no demandan más capital dinerario para sostener o ampliar la circulación del capital productivo, sino que están bajo la presión de obtener dinero con el fin de liquidar las letras de cambio y otros préstamos que vencen. Estos préstamos fueron contraídos durante el periodo de auge con la expectativa de que la liquidez proporcionada por los bancos o por otras fuentes sería accesible en el momento de su liquidación. Sin embargo, la destrucción de la confianza entre los bancos implica que los nuevos fondos no estén disponibles; los bancos (y otros participantes en el mercado monetario) prefieren atesorar dinero. En una crisis de liquidez, el efectivo pasa a ser el bien más preciado y las promesas de pago entre capitalistas se devalúan.

[8] Véase, por ejemplo, K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, pp. 619-625.
[9] Ibid., pp. 674-679; véase también todo el capítulo 34 en ibídem.

Con una frase sobresaliente, Marx afirmó que en una crisis capitalista hay una «brusca conversión del sistema crediticio en sistema monetario»[10].

El colapso del crédito privado lleva al aumento de los tipos de interés y cataliza el aspecto industrial de la crisis a medida que las empresas quiebran, las plantas se cierran y los trabajadores son despedidos. La recesión aparece de este modo abriendo el camino a una reestructuración del capital que permitirá que el *boom* y el estallido se repitan más adelante. La fase más aguda de la crisis (la crisis propiamente dicha) a menudo ha pasado ya en el momento en que la recesión aparece verdaderamente, ya que la crisis viene dada principalmente por la imposibilidad de obtener liquidez para hacerse cargo de las deudas comerciales que vencen. Al fin y al cabo, el periodo de tiempo de la deuda comercial está habitualmente fijado por la práctica consuetudinaria (tres meses, seis meses y rara vez más de un año) y por eso la fase aguda de la crisis finaliza inevitablemente a medida que el grueso de las obligaciones existentes alcanza su vencimiento. Cuando la economía está en recesión, el sistema crediticio se vuelve reacio a, e incapaz de, generar nuevos créditos, al tiempo que los capitales industriales y comerciales dejan de buscar crédito para expandirse. Dicho brevemente, según Marx las recesiones tienden a ser periodos en los que la actividad crediticia es débil y en los que los tipos de interés caen en comparación con el punto álgido de la crisis[11].

Conviene señalar que en algunas partes de su discusión sobre las crisis, Marx sugirió que el producto que los capitalistas tienen dificultades para vender es, a menudo, el que se exporta, mientras que las letras que vencen son las de los importadores extranjeros[12]. De este modo, el subsiguiente colapso del crédito está asociado con el equilibrio de los déficit comerciales y con los flujos internacionales de capital dinerario prestable, con impactos inevitables sobre los tipos de cambio. Además, el *boom* previo puede haber sido testigo de una expansión de la actividad del mercado bursátil. La especulación podría darse en los proyectos industriales que salen a bolsa por primera vez, a menudo sin apenas relación con los procesos subyacentes de creación de valor. La historia de los mercados bursátiles está repleta de los delirios de grandeza de los inversores, desde los tulipanes hasta la colonización del Mississipi y la construcción del ferrocarril. El estallido de una burbuja del mercado bursátil disminuye la capacidad de obtener capital accionarial y, de este modo, exacerba la recesión.

---

[10] K. Marx, *A Contribution to the Critique of Political Economy*, Moscú, Progress, 1970, p. 146.
[11] K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, p. 622.
[12] Véase, por ejemplo, ibídem, pp. 622–623; véase también Costas Lapavitsas, «The Classical Adjustment Mechanism of International Balances: Marx's Critique», *Contributions to Political Economy*, núm. 15:1, 1996, pp. 63-79.

Recapitulando, según Marx, el dinero y las finanzas son partes esenciales de las crisis capitalistas que se manifiestan a través de la interacción del comercio, la banca y el crédito del mercado monetario. Las crisis tienen dimensiones monetarias y financieras que surgen necesariamente de la acumulación capitalista. Las finanzas sostienen la sobreacumulación del capital, y acompañan la recesión a través de la destrucción total del crédito y la escasez absoluta de dinero. De forma equivalente, la sobreacumulación de capital se expresa necesariamente, y es intermediada, a través de mecanismos monetarios y de crédito. Las crisis monetarias y financieras, que son una parte esencial de las crisis industriales y comerciales, se han denominado como crisis de «tipo 1»[13].

Sin embargo, queda implícito en el análisis de Marx que, en un sistema económico de producción, intercambio y distribución de mercancías penetrado por el dinero y el crédito, las crisis también podrían surgir debido únicamente al mal funcionamiento de los mecanismos monetarios y de crédito. Si no hubiera reservas de dinero cuando estas son necesarias, si los flujos de dinero no fueran suficientes, si los créditos comerciales y bancarios no se articularan entre sí al volumen, en el momento y en el lugar necesarios, si sobre todo el reembolso de las obligaciones de crédito no ocurriera con la regularidad prevista, el comercio y la producción sufrirían inevitablemente sus repercusiones negativas. Las crisis monetarias y financieras precipitadas por el mal funcionamiento de los mecanismos monetarios y financieros se han denominado crisis de «tipo 2»[14].

Ambos tipos de crisis monetarias y financieras son características del capitalismo financiarizado, especialmente cuando se considera la penetración de las finanzas en la producción y en la circulación. Las finanzas intervienen activamente en la organización de la acumulación financiarizada e influyen en la conducta de las empresas no financieras, de los bancos y de los hogares. Por eso, las finanzas tienden a dar forma a las crisis que surgen de la acumulación y contribuyen de forma autónoma al surgimiento de las crisis. Las crisis de la financiarización tienen un aspecto financiero irreductible.

El análisis de Marx de los aspectos monetarios y financieros de las crisis capitalistas era históricamente específico y se basaba en el marco institucional del sistema financiero británico a mediados del siglo XIX. Además, Marx se basaba en los debates monetarios británicos de la época. El análisis de las crisis en el periodo de la financiarización debería tener en cuenta igualmente el marco institucional e histórico de la financiarización, además de los debates teóricos relevantes sobre este fenómeno. A este respecto

[13] M. Itoh y C. Lapavitsas, *Political Economy of Money and Finance*, cit., p. 124.
[14] Ibídem.

es instructivo revisar brevemente el marco institucional e intelectual con el que Marx desarrolló su análisis del dinero y las finanzas.

El contexto institucional e intelectual del análisis de Marx sobre el dinero y las finanzas

El análisis de Marx sobre el dinero y las finanzas estuvo decisivamente influido por los debates sobre la política monetaria de Gran Bretaña en los años treinta, cuarenta y cincuenta del siglo XIX. En esa época ya estaban en activo instituciones monetarias y de crédito muy desarrolladas dentro de los países capitalistas. Gran Bretaña lideró el camino con su complejo sistema crediticio que nació en la primera mitad del siglo. El principal instrumento de crédito eran las letras de cambio que emitían las empresas comerciales y que después descontaban los bancos, un rasgo que está muy bien reflejado en el trabajo analítico de Marx. Los bancos del país se involucraron en el descuento de letras y, a través de ello, transfirieron los excesos de capital desde las áreas agrícolas a las industriales. Estos bancos tenían el derecho de emitir sus propios billetes, que normalmente circulaban a nivel local[15].

En el mercado de Londres se comerciaban las letras, en donde operaban otras empresas financieras, como los brokers de letras. Los bancos en Londres no tenían derecho a emitir sus propios billetes, pero algunos de ellos se convirtieron en sociedades por acciones ya en la década de 1840. El banco dominante en Londres era, sin duda, el Banco de Inglaterra, que operaba como una institución semipública con derechos exclusivos sobre la emisión de billetes que era el dinero utilizado para hacer las transacciones entre bancos, principalmente para la compensación de las obligaciones. El mercado bursátil desempeñó un papel importante en la financiación de grandes proyectos, como el ferrocarril, pero no tuvo un gran peso en las operaciones de las empresas textiles y del metal, que eran el pilar del poder industrial británico.

El dinero en circulación era principalmente dinero crediticio —billetes y depósitos— creados por bancos privados, habitualmente durante el descuento de los instrumentos de crédito comercial. El oro también circulaba ampliamente junto con el dinero crediticio, por ejemplo, en el gasto de la renta personal. El oro, sin embargo, se empleaba principalmente para las transacciones internacionales, en las que actuaba como moneda mundial al usarse para liquidar las obligaciones y déficit entre las naciones. El Banco de Inglaterra atesoraba oro por razones nacionales e internacionales,

[15] El análisis sobre las instituciones y las teorías se basa bastante en M. Itoh y C. Lapavitsas, *Political Economy of Money and Finance*, cit., cap. 1-3.

y mantenía siempre la vista puesta en las fluctuaciones de sus reservas. De nuevo, estos elementos característicos de las finanzas británicas pueden encontrarse en el análisis de Marx sobre las crisis. Finalmente, en esas décadas la City de Londres no había alcanzado aún la posición de dominación mundial que disfrutaría a finales del siglo XIX. Gran Bretaña no era todavía el centro neurálgico de la financiación del comercio mundial a través de las letras de cambio de Londres. En el mismo sentido, aunque el capital prestable se comerciaba internacionalmente, no había un mercado mundial apropiado para los fondos a corto plazo con un tipo de interés correspondiente.

Desde la década de 1820 tuvieron lugar una sucesión de crisis económicas —en 1825, 1836, 1847, 1856 y 1866— que estremecieron a Gran Bretaña, y por extensión al mercado mundial, y que proporcionaron el marco sobre el cual Marx desarrolló su análisis de las crisis. Fueron crisis comerciales e industriales pero con claros aspectos monetarios y crediticios. Así pues, en los años de *expansión,* antes de la crisis, los precios subieron hasta cotas muy elevadas, el crédito era fácilmente accesible para las industrias y los tipos de interés aumentaron progresivamente. La crisis se manifestaba a través de una súbita escasez de crédito y de una fuerte demanda de dinero. Los tipos de interés crecían hasta cotas parecidas a los de la usura y el dinero se atesoraba, lo que provocaba las quiebras. A la vez, la balanza comercial registraba déficit, los tipos de cambio caían y las reservas de oro disminuían. La fase más aguda de las crisis duraba unos pocos meses, tras los cuales la creación de crédito seguía estancada y los tipos de interés eran bajos.

Dos escuelas del pensamiento económico se disputaron la explicación de estos fenómenos, y cada una de ellas dejó su huella en la teoría monetaria. La primera fue la Escuela Monetaria [*Currency School*], la predecesora del monetarismo moderno[16]. Los autores de la Escuela Monetaria explicaron la inestabilidad monetaria tomando como base la teoría cuantitativa del dinero[17]. En pocas palabras, la Escuela Monetaria afirmó que las crisis eran provocadas por el exceso de emisión de billetes del Banco de Inglaterra, lo que llevaba a una caída del valor de cambio del dinero y a una caída simultánea de los tipos de cambio. Si esta era la causa de la crisis, la cura pasaba por controlar la oferta de dinero de acuerdo con las fluctuaciones de los tipos de cambio.

---

[16] Es difícil encontrar referencias concisas y apropiadas de la perspectiva de la Escuela Monetaria. Quizás la más pertinente sea Robert Torrens, *The Principles and Practical Operation of Sir Robert Peel's Act of 1844 Explained and Defended*, 2nd ed., Londres, Longman, Brown, Green, Longmans and Roberts, 1857.

[17] La teoría cuantitativa ya fue postulada con gran claridad por David Ricardo, *The High Price of Bullion*, en P. Sraffa y M. Dobb (eds.), *The Works and Correspondence of David Ricardo*, vol. 3, Cambridge, Cambridge University Press, 1951.

Siguiendo el consejo de la Escuela Monetaria, el gobierno británico introdujo la Ley de Banca de 1844, que forzaba al Banco de Inglaterra a regular las emisiones de billetes de acuerdo con sus reservas de oro, reflejando en principio el comportamiento de los tipos de cambio. La ley bancaria de 1844 es un punto de referencia de la historia de la intervención del Estado en la economía capitalista. Es el primer caso de política monetaria basado explícitamente en el análisis teórico, pero fracasó en sus objetivos y este fue el motivo de su suspensión en crisis posteriores.

El lado opuesto de la Escuela Monetaria estuvo representado por la Escuela Bancaria, que rechazaba la teoría cuantitativa del dinero con el argumento de que los precios determinan la cantidad de dinero en circulación y no al revés[18]. Además, según la Escuela Bancaria, el dinero crediticio se crea como pasivo de una institución financiera y por tanto es emitido de acuerdo con la demanda de crédito y se elimina cuando se reembolsan los préstamos en curso. La visión de la Escuela Bancaria es muy afín al análisis contemporáneo postkeynesiano del carácter endógeno de la oferta monetaria[19]. Los autores de la Escuela Bancaria acusaron a la Ley de Banca de 1844 de ser una medida que probablemente conduciría al fracaso e incluso a exacerbar las crisis. No obstante, no definieron de forma clara unas políticas monetarias alternativas.

Los escritos de Marx sobre los aspectos monetarios y financieros de las crisis capitalistas —producidas, principalmente en los años cincuenta y sesenta del siglo XIX— tienen sentido sólo en ese contexto. Al igual que la Escuela Bancaria, Marx rechazó la teoría cuantitativa del dinero tanto en la *Contribución a la crítica de la economía política* como en *El capital*; según Marx, la cantidad agregada de dinero viene determinada por el precio agregado del producto[20]. A pesar de apoyarse en la teoría del valor trabajo para la determinación de los precios de las mercancía, Marx llegó a una perspectiva opuesta a la de Ricardo sobre el dinero. El rechazo de Marx de la teoría cuantitativa del dinero está relacionado, en última instancia, con su análisis de las funciones del dinero en la circulación capitalista. El precio de cada mercancía es el resultado del funcionamiento del dinero como medida de valor, en tanto traduce el valor de la mercancía en un precio. Cuando las mercancías circulan el dinero funciona como medio de cambio.

---

[18] Esto se resume muy bien en Thomas Tooke, *An Inquiry into the Currency Principle*, Londres, LSE Reprint Series, 1959; y John Fullarton, *On the Regulation of Currencies*, Londres, John Murray, 1845.

[19] Véase, por ejemplo, Basil J. Moore, *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, Cambridge University Press, 1988.

[20] Para un análisis más profundo de esta cuestión, véase C. Lapavitsas, «The Banking School and the Monetary Thought of Karl Marx», *Cambridge Journal of Economics,* núm. 18:5, 1994, pp. 447-461.

Siendo un poco más concisos, Marx argumentó —de forma similar a Ricardo— que la cantidad de dinero necesaria en circulación durante un periodo está determinada por el valor agregado de las mercancías, el valor del dinero y la velocidad del dinero.[21] A partir de este punto, el análisis de Ricardo considera el dinero principalmente como medida de valor y medio de cambio, lo que le lleva a adoptar la teoría cuantitativa del dinero. En cambio Marx destacó la función del dinero en tanto dinero, en particular el atesoramiento, lo que le permitió rechazar la teoría cuantitativa. En línea con la Escuela Bancaria, Marx argumentó que el atesoramiento regula la cantidad de dinero en circulación y, por tanto, el dinero conforma los precios y no al revés. Los críticos de la teoría cuantitativa se han echo eco de este argumento en las décadas posteriores, como por ejemplo hizo Keynes en su discusión sobre la preferencia por la liquidez[22].

No obstante, esto no quiere decir que para Marx la teoría cuantitativa no fuera válida en ningún caso. Tal y como se expuso en el capítulo 4, el desarrollo de la forma del dinero lleva al surgimiento, de la mano del Estado, de sustitutos fiduciarios (símbolos) del dinero como mercancía. A diferencia del dinero como mercancía, el dinero fiduciario sin valor intrínseco no sirve tan bien como medio de atesoramiento y por tanto tiende a seguir en circulación. Por eso, si la cantidad de dinero fiduciario creciera sin límite, el valor de cambio del dinero caería y se generaría inflación. Esta es una forma pura y simple de la teoría cuantitativa del dinero, que fue propugnada por Marx en *La contribución*[23]. Se aplica principalmente al dinero fiduciario bajo condiciones muy concretas y, por tanto, no es una teoría general del dinero y del nivel de precios.

Las limitaciones de la teoría cuantitativa son patentes en el caso del dinero crediticio, la forma dominante del dinero en el capitalismo avanzado. El dinero crediticio —que radica en la función del dinero como medio de pago— se crea de acuerdo a la demanda de préstamos y vuelve a su emisor cuando los activos vencen. De este modo, el dinero crediticio sale sistemáticamente de la esfera de la circulación debido a su característica trayectoria circular. Esta propiedad del dinero crediticio fue denominada por la Escuela Bancaria como «la ley de reflujo» y una de sus implicaciones es que el dinero crediticio no suele comportarse de acuerdo con la teoría cuantitativa[24]. Si los precios tendieran a aumentar, como era el caso habitual en las vísperas de las crisis, probablemente sería por la alteración de las condiciones en la

---

[21] Para una presentación sencilla de esto véase C. Lapavitsas, «The Theory of Credit Money: A Structural Analysis», *Science and Society,* núm. 55:3, 1991, pp. 291-322.
[22] Véase, por ejemplo, J. M. Keynes, *The General Theory of Employment...*, cit., p. 174.
[23] Véase, por ejemplo, K. Marx, *A Contribution to the Critique of Political Economy*, cit., pp. 118-121.
[24] Esta fue una de las declaraciones hechas en John Fullarton, *On the Regulation of Currencies*, Londres, John Murray, 1845.

producción y en el comercio de mercancías, en lugar de por un mal funcionamiento monetario. Marx simpatizó con la ley del reflujo de la Escuela Bancaria y atribuyó su descubrimiento a Sir James Steuart el teórico monetario por excelencia[25]. Una vez más, existen afinidades entre el análisis de Marx sobre el dinero crediticio y las teorías contemporáneas postkeynesianas sobre el carácter endógeno de la oferta de dinero crediticio.

Por último, Marx despreció la ley de 1844, en parte por su análisis del crédito, pero también por razones más profundas. A diferencia de la Escuela Bancaria, Marx trataba las crisis recurrentes como el resultado de las patologías de la producción capitalista, y no de la circulación de las mercancías y del dinero. Los fenómenos monetarios son aspectos esenciales pero secundarios de las crisis, del mismo modo que la circulación monetaria es un fenómeno esencial pero secundario de la economía capitalista. El aspecto más importante de la acumulación capitalista es la producción de mercancías y de valor y es aquí donde deben situarse, en general, los orígenes de las crisis. En el mismo sentido, al final es inútil tratar de afrontar las crisis con medidas monetarias. Sin embargo, esto no quiere decir que una teoría económica errónea no pueda llevar a aplicar una intervención del Estado que exacerbe la crisis, como ocurrió con la ley de 1844.

El marco institucional, tanto de la esfera monetaria como de la financiera de los países capitalistas avanzados se transformó profundamente en los años posteriores a la muerte de Marx. El cambio ya se hacía patente a finales del siglo XIX, cuando el surgimiento de la City de Londres como centro mundial del comercio y las finanzas permitió que el Banco de Inglaterra operara su política monetaria mediante los tipos de interés. El tipo de interés como mecanismo de intervención en la esfera monetaria no estuvo presente en los debates sobre la ley de 1844. Su ausencia también se hace evidente en la discusión de Marx sobre los fenómenos monetarios y financieros de las crisis. Sin embargo, desde finales del siglo XIX la manipulación de los tipos de interés ha sido central, tanto para la política monetaria como para la gestión del dinero.

Huelga decir que las condiciones a lo largo del siglo XX han cambiado todavía más. El marco monetario y financiero del capitalismo financiarizado tiene poco en común con el de la época en la que Marx desarrolló sus ideas sobre las crisis. En particular, el vínculo entre el oro y el dinero en circulación se rompió finalmente en 1971-1973 con el colapso de los acuerdos de Bretton Woods, lo cual le dio un carácter históricamente específico a la intervención del Estado en el ámbito de las finanzas. Este es un punto de considerable importancia para el análisis de la crisis de los años dos mil.

---

[25] Véase, por ejemplo, K. Marx, *A Contribution to the Critique of Political Economy*, cit., p. 102; y K. Marx, cit., *Capital*, vol. 1, p. 210.

Tanto la forma como el contenido de las crisis capitalistas ha cambiado drásticamente en el siglo XX. Por un lado, el auge del capital monopolista ha añadido mucha complejidad a los vínculos entre el crédito comercial, el crédito bancario y el mercado monetario. La estructura institucional del sistema financiero del capitalismo maduro es también muy distinta al marco sobre el que trabajó Marx. Por ser más claros, los mercados de letras han disminuido, los mercados de bonos públicos y privados han crecido, el mercado de dinero está formado por enormes bancos monopolistas dominados por un banco central público, y el mercado bursátil ha pasado a ser crucial para la formación de los capitales monopolistas a través de las fusiones y las adquisiciones. Estos cambios financieros han estado asociados con las transformaciones de fondo que se han producido en la acumulación real. Reflejan el paso de una economía relativamente simple basada en los textiles que producen los capitalistas propietarios, como fue la de Inglaterra a mediados del siglo XIX, a economías complejas con grandes capitales monopolistas que dominan varios sectores de la producción, como pasaron a ser las de EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido a principios del siglo XXI.

A causa de las transformaciones de fondo, la sobreacumulación de capital en el capitalismo maduro produce fenómenos financieros muy distintos a los de la época de Marx. Atrás quedó la incapacidad de los capitalistas productivos de cumplir los compromisos de las letras de cambio; atrás quedó también el impacto de esto sobre los pequeños bancos especializados en el descuento de letras. La sobreacumulación ahora conlleva grandes fenómenos monetarios y financieros, entre los que se encuentran los auges y caídas del mercado bursátil, la expansión del crédito bancario que lleva a la insolvencia en masa y la manipulación del Estado de los tipos de interés en el mercado de dinero. Las crisis han perdido, además, la regularidad casi exacta que caracterizó a la Inglaterra del siglo XIX. Podrían incluso haber pasado a ser de larga duración, hasta el punto de ser capaces de confinar la acumulación capitalista a un estado de estancamiento. Lo que es más complejo todavía es que en el capitalismo financiarizado las crisis podrían ser el resultado de un mal funcionamiento del sistema financiero sin tener un impacto sustancial en la acumulación real. Es decir, estas crisis podrían clasificarse como de «tipo 2».

Bajo esta perspectiva, la gran crisis que estalló en el 2007 destaca en varios sentidos. Es una crisis sistémica que refleja el avance de la interpenetración de las relaciones financieras en las operaciones de las empresas y los hogares, en parte gracias a la transformación de los bancos. La financiarización ha llevado a la expansión gradual del ámbito de las finanzas, permitiendo que las actividades financieras influyeran directamente sobre la acumulación real. La interpenetración de la acumulación financiera y la

acumulación real ha otorgado a las operaciones financieras del capitalismo maduro una centralidad que anteriormente no tenían. Esto es básicamente por lo que la crisis de los años dos mil es tan compleja y duradera, tal y como se demuestra en el resto de este capítulo.

Una gran burbuja, principalmente en EEUU (2001-2007)

La crisis de los años dos mil surgió tras la burbuja que tuvo lugar entre 2001 y 2007, principalmente en el mercado inmobiliario de EEUU. Las causas de esta burbuja pueden encontrarse en los daños provocados por la burbuja anterior que tuvo lugar entre 1999 y 2000, principalmente en el mercado bursátil de EEUU, y que estuvo asociada con las «nuevas tecnologías» y el «nuevo milenio». Cuando estalló la burbuja de 1999-2000, la Reserva Federal de EEUU relajó drásticamente la política monetaria. Los tipos de interés se mantuvieron próximos al 1 % durante 2002 y 2003, lo que promovió una actividad extraordinaria en el mercado norteamericano de la vivienda. Además, los bancos privados de EEUU sacaron provecho de los bajos tipos de interés haciendo innovaciones financieras —especialmente, la titulización— y, por tanto, alimentando así la expansión financiera.

La burbuja inmobiliaria en EEUU acabó efectivamente en 2006, pero las condiciones alcistas de los mercados financieros duraron hasta el verano de 2007. La burbuja siguió creciendo después de 2004, a pesar de que los tipos de interés de EEUU empezaron a aumentar a medida que EEUU recibía entradas de capital de los países en vías de desarrollo que expandían las reservas de dólares. Durante ese mismo periodo hubo muchas compra-ventas en el mercado de la vivienda en Reino Unido y en otros países[26].

---

[26] A mediados de los años dos mil, los economistas de la corriente dominante eran conscientes de las condiciones extraordinarias de los mercados financieros pero no había acuerdo sobre cuál debía ser la respuesta política adecuada. Cabe señala que Karl Case y Robert Shiller se dieron cuenta de que las condiciones de burbuja ya se daban a principios de los años dos mil, pero esperaban que la situación se estabilizara («Is There a Bubble in the Housing Market?», *Brookings Papers on Economic Activity,* núm. 2, 2003). En el BIP, sin embargo, William White argumentó que el banco central debía «ir a contracorriente», aumentando los tipos de interés cuando las burbujas amenazaran, incluso si la estabilidad de precios y los objetivos de crecimiento no estaban comprometidos («Procyclicality in the Financial System», BIS Working Paper, núm. 193, 2006; «Is Price Stability Enough?», *BIS Working Paper*, núm. 205, 2006). En cambio, Ben Bernanke, quien pasó a ser el director de la Reserva Federal de EEUU, argumentó que debería permitirse que las burbujas crediticias y de activos siguieran su curso y que las autoridades solo debían intervenir agresivamente después de su estallido («The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit», 10 de marzo de 2005; «The Subprime Mortgage Market», 17 de mayo de 2007). La respuesta de los economistas tras el estallido de la burbuja fue también débil, ofreciendo consejos técnicos poco estimulantes, como la mejora de los flujos de información y la extensión de la regulación a todas las instituciones financieras; véase por ejemplo Randall Dodd, «Subprime: Tentacles of a Crisis», *Finance and Development*, diciembre de 2007. Inmediatamente después del fallo financiero, los economistas heterodoxos tuvieron su momento

La tabla 1 muestra la evolución del mercado de la vivienda de EEUU, cuando el crédito bancario y la innovación financiera estaban a pleno rendimiento induciendo las condiciones de burbuja. La creación de hipotecas se expandió rápidamente cuando los tipos de interés cayeron a partir de 2001, pero su expansión en el mercado hipotecario de bajo riesgo se debilitó a partir de 2003, lo que llevó a una caída del total de las nuevas hipotecas. En ese momento, el volumen de hipotecas de alto riesgo empezó a aumentar sosteniendo el volumen total de nuevas hipotecas; el rápido crecimiento de las hipotecas de alto riesgo fue posible porque el 80 % de estas hipotecas estaba ya titulizado en 2006.

Tabla 9. 1. Préstamos hipotecarios en EEUU, 2001-2006, en millardos de dólares estadounidenses

Año	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Nuevas hipotecas totales	2215	2885	3945	2920	3120	2980
Hipotecas de alto riesgo	160	200	310	530	625	600
Hipotecas de alto riesgo titulizadas	96	122	203	401	508	483

Fuente: Mortgage Bankers Association; Mortgage Origination Estimates, actualizado el 24 de marzo de 2008.

Así pues, la agresiva financiarización de los hogares tuvo lugar en el sector de alto riesgo del mercado de la vivienda de EEUU a principios de los años dos mil, manteniendo así el crecimiento del conjunto del crédito hipotecario. Los prestatarios de alto riesgo —es decir, los prestatarios con poca solvencia— provenían de los estratos más pobres de la clase trabajadora de EEUU, previamente excluidos del crédito, a menudo mujeres negras o latinas. Se les ofrecían hipotecas con tipos ajustables, habitualmente con un tipo de interés bajo que posteriormente se ajustaba al alza. En el discurso popular de ese momento esta tendencia era apreciada como una «democratización» de las finanzas y se pensaba que los bancos ya no volverían a situar a los pobres en las zonas consideradas

de gloria, dado que varios economistas, entre otros, afirmaron que la crisis era un «momento Minsky»; véase Charles Whalen, «The U.S. Credit Crunch of 2007: A Minsky Moment», Levy Economics Institute Public Policy Brief, núm. 92, 2007; L. Randall Wray, «Lessons from the Subprime Meltdown», Levy Economics Institute Working Paper, núm. 552, 2007; Wray, «Financial Markets Meltdown: What Can We Learn from Minsky?», Levy Economics Institute Public Policy Brief, núm. 94, abril de 2008. A principios de 2009, se había restablecido la situación y las explicaciones sistémicas de la crisis fueron marginalizadas gradualmente.

de riesgo[27]. El resultado final fue desastroso para los más pobres, pero también para el mercado de la vivienda de EEUU y para las economías de todo el mundo.

Paralelamente al *boom* inmobiliario, se expandieron otras formas de financiarización de la renta de los hogares en EEUU: la «extracción de capital», la liberalización de capital a través de nuevas hipotecas, fue un rasgo significativo del periodo, tal y como se muestra en la tabla 2. A medida que crecieron los precios de la vivienda, los propietarios se volvían a hipotecar y utilizaban los créditos para el consumo u otros fines.

Tabla 9. 2. Refinanciación hipotecaria en EEUU, 2000-2007

Año	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Nuevas hipotecas (billones de $)	1,1	2,2	2,9	3,8	2,8	3	2,7	2,3
Refinanciación (%)	20,5	57,2	61,6	66,4	52,8	52	48,6	49,8

Fuente: Mortgage Bankers Association; Mortgage Origination Estimates, actualizado el 24 de marzo de 2008.

La intensificación de la «extracción de capital» estuvo acompañada por el colapso del ahorro personal en EEUU, tal y como se muestra en la tabla 3. La disminución del ahorro personal ha caracterizado la financiarización en varios países, como por ejemplo pasa en los países más débiles de la eurozona, lo que se discute en las siguiente secciones de este capítulo. La aguda caída del ahorro personal en EEUU es, sin embargo, un suceso destacable para un país capitalista maduro e indica la debilidad subyacente de la acumulación real, así como los cambio en la relación entre salarios reales y consumo[28].

---

[27] Para un análisis crítico de la entrada de las finanzas privadas en las áreas anteriormente consideradas de riesgo del mercado de vivienda en EEUU, véase Gary Dymski, «Racial Exclusion and the Political Economy of the Sub-Prime Crisis», *Historical Materialism*, núm. 17:2, 2009. El cambio legislativo y la ideología floreciente de la «propiedad de la vivienda» contribuyeron a atraer a los trabajadores más pobres, entre otros, al mercado hipotecario.

[28] Establecer empíricamente la evolución del ahorro en EEUU no es para nada algo que se pueda hacer de forma directa, especialmente porque hay varias medidas de ahorro que podrían utilizarse. Para los objetivos de este libro, es suficiente con tomar los datos sobre el ahorro personal de los flujos de fondos de la Reserva Federal.

Tabla 3. Ahorro personal, EEUU, 2000-2007

Año	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ahorro (millardos de $)	168,5	132,3	184,7	174,9	181,7	44,6	38,8	42,7
Ahorro como % de la renta disponible	2,3	1,8	2,4	2,1	2,1	0,5	0,4	0,4

Fuente: Banco de la Reserva Federal, Flow of Funds, varios.

Aparte del crédito barato de la Reserva Federal, la burbuja de EEUU se sostuvo gracias a la entrada de capital proveniente de los países en vías de desarrollo. Las causas fundamentales de estos flujos en dirección contraria se explicaron en el capítulo 8 con relación al aumento de las reservas de dinero mundial en manos de los países en vías de desarrollo. Los pobres del mundo pasaron a ser oferentes netos de capital a EEUU, lo cual permitió que el capital prestable siguiera siendo abundante en los mercados norteamericanos entre 2005 y 2006, cuando la Reserva Federal restringió el crédito y aumentó los tipos de interés.

Durante el periodo de la burbuja, el consumo no mostró un crecimiento especialmente vigoroso. No hay evidencia de un sobreconsumo en ninguno de los cuatro principales países de la financiarización, de hecho el gráfico 1 muestra, por un lado, que el consumo como proporción del PIB, o bien permaneció estancado durante la burbuja, o bien cayó, tal y como ocurrió en Reino Unido y Alemania. Los niveles de consumo, por otro lado, han permanecido relativamente altos en Reino Unido y especialmente en EEUU. El acceso de los trabajadores a los bienes de consumo mejoró gracias a las importaciones de los países en vías de desarrollo de rápida industrialización. El mayor crecimiento de la productividad en algunos países en vías de desarrollo —principalmente en China— permitió que los trabajadores de los países capitalistas maduros mantuvieran el consumo a niveles elevados a pesar del bajo crecimiento de la productividad[29].

Durante el periodo de la burbuja no hubo, además, un *boom* inversor, por tanto, no hay evidencia, a primera vista, de que se produjera una sobreacumulación en ninguno de los cuatro países, ni siquiera en EEUU, como se muestra en el gráfico 2. Esto está en agudo contraste con la burbuja japonesa de finales de los años ochenta, que se basaba en el mercado inmobiliario pero que estuvo acompañada por una expansión significativa de la inversión doméstica[30]. En este sentido, la crisis de 2007 no ha estado

[29] Una idea lanzada sucintamente por Mary Amiti y Kevin J. Stiroh, «Is the United States Losing its Productivity Advantage?», *Current Issues in Economics and Finance,* núm. 13:8, 2007.

[30] Las diferencias entre la burbuja de EEUU de los años dos mil y la japonesa de los años ochenta vienen resumidas por Itoh, quien apuntó que la crisis de 2007 difícilmente podría igualar a la de

asociada con el exceso de endeudamiento de las empresas. El gráfico muestra también el colapso simultáneo en los cuatro países entre 2008 y 2009 y su débil recuperación en el siguiente periodo. Estos rasgos fundamentales de la crisis actual la hacen diferente de las crisis capitalistas clásicas que discutió Marx.

Gráfico 9.1. Consumo como porcentaje del PIB en EEUU, Japón, Alemania, Reino Unido

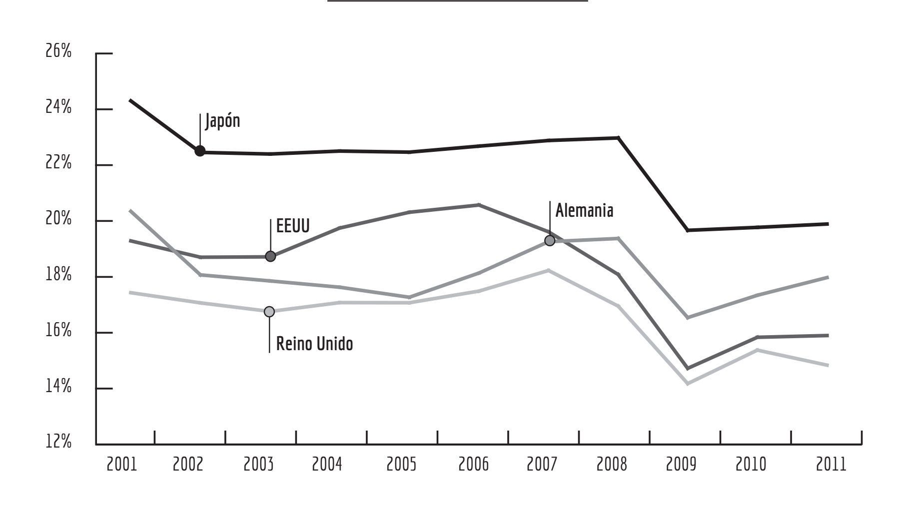
75%
7%
65%
6%
55%
5%
EEUU
Reino Unido
Alemania
Japón
2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010

Fuente: Federal Reserve of Flow of Funds, ONS, Bundesbank Flow of Funds, Bank of Japan Flow of Funds.

Por otro lado, el endeudamiento de los hogares y de las instituciones sin ánimo de lucro que se muestra en el gráfico 3, aumentó mucho en EEUU y Reino Unido, aunque durante el mismo periodo cayera en Alemania y Japón. Las diferencias subyacentes en la financiarización de los cuatro países se hicieron patentes a lo largo de la burbuja, concretamente porque no había burbuja inmobiliaria ni en Japón ni en Alemania. Sin embargo, una vez que empezó la crisis, el endeudamiento de los hogares y de las instituciones sin ánimo de lucro, tanto en EEUU como en Reino Unido, cayó significativamente.

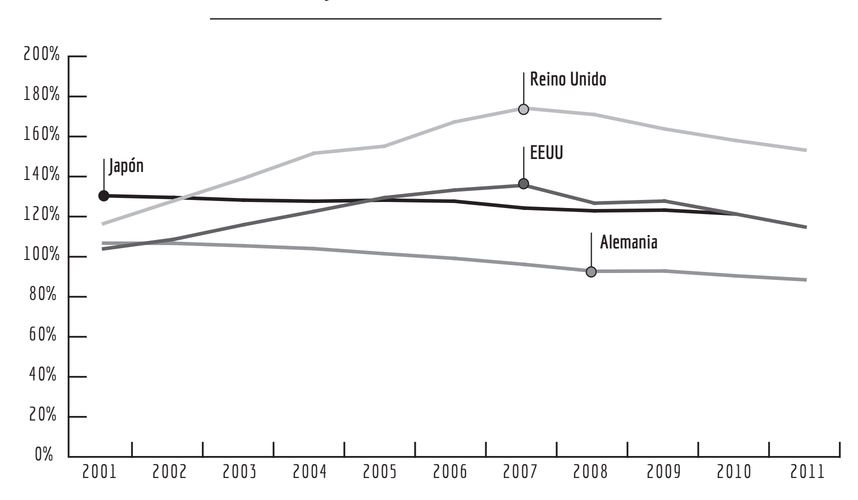
los años treinta, principalmente por la presencia excepcional del Estado en el capitalismo contemporáneo. M. Itoh, «The Historical Significance of the Social Costs of the Subprime Crisis: Drawing on the Japanese Experience» en *Financialisation in Crisis*, ed. C. Lapavitsas, Leiden, Brill, 2012.

Gráfico 9.2. Inversión como porcentaje del PIB en EEUU, Japón, Alemania, Reino Unido



Fuente: OCDE; Federal Reserve Flow of Funds, ONS.

Gráfico 9.3. Deuda de los hogares y de las instituciones sin ánimo de lucro como porcentaje de la renta bruta disponible (2001-2007) en EEUU, Japón, Alemania, Reino Unido



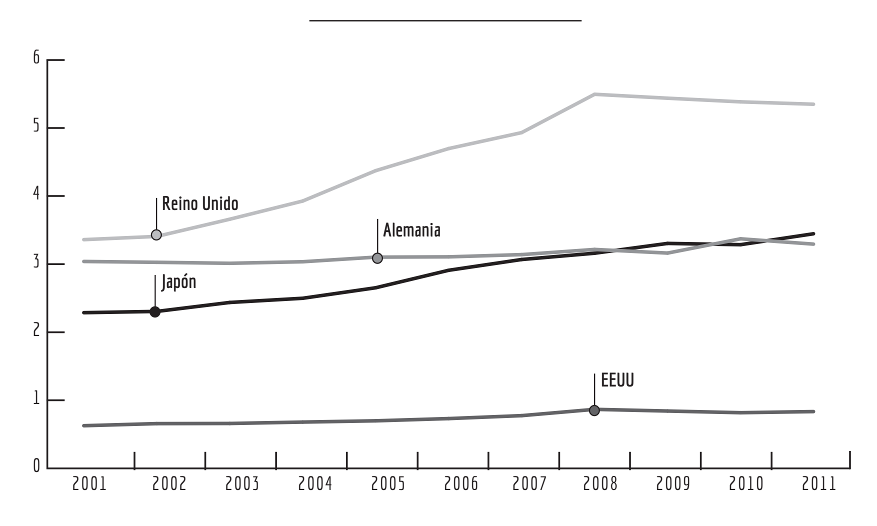
Fuente: Federal Reserve Flow of Funds, ONS, Bundesbank Flow of Funds, Bank of Japan Flow of Funds.

Considerado el largo estancamiento de los salarios reales en EEUU, la enorme expansión de la deuda de los hogares se sostenía sobre una base frágil. Así, cuando los tipos de interés empezaron a escalar entre 2004 y

2005, los hogares empezaron a afrontar cada vez mayores dificultades para cumplir con los pagos de sus deudas. En 2006 la burbuja inmobiliaria de EEUU había terminado, se daban las condiciones para una enorme crisis como la que tuvo lugar. Es destacable —y un verdadero reflejo del trasfondo de la financiarización— que la histórica crisis que empezó en 2007 fuera desencadenada por el impago de las deudas por parte de las capas más pobres de la clase trabajadora norteamericana.

El gráfico 9.4 muestra los activos bancarios como porcentaje del PIB e indica que a lo largo de la burbuja, los bancos y el sistema financiero en general crecieron muy rápido en Reino Unido y de forma significativa en Japón; el crecimiento fue mucho menos rápido en Alemania. Los datos para EEUU son parcialmente engañosos a este respecto debido al gran crecimiento de la «banca en la sombra», que incluye muchas instituciones que participan en actividades como los préstamos hipotecarios y que no aparecen en los datos de los bancos comerciales, como ya se señaló en el capítulo 7. No obstante, los gráficos muestran que han existido diferencias importantes en la financiarización.

Gráfico 9.4. Activos bancarios como porcentaje del PIB en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido



Fuente: Federal Reserve Flow of Funds, ONS, Bundesbank Flow of Funds, Bank of Japan Flow of Funds.

La expansión de la banca en EEUU y Reino Unido refleja la transformación subyacente de los bancos a lo largo de la financiarización, un asunto tratado en el capítulo 8. Concretamente, a lo largo de la burbuja los bancos comerciales han pasado a depender cada vez más de la liquidez del

mercado monetario para transformar los préstamos hipotecarios en títulos comercializables. Sobre esta base, fueron capaces de rotar su capital propio expandiendo las actividades fuera de balance, aumentando así su rentabilidad por unidad de capital propio. Además, la titulización de los préstamos hipotecarios ha sido posible por los complejos modelos de riesgo de alta intensidad computacional que han usado los bancos. El resultado fue que ambos, la recopilación de información y la gestión de riesgos por parte de los bancos, perdieron buena parte de su contenido sustancial. En pocas palabras, la burbuja de 2001-2007 representa un fracaso sistémico de la banca privada en EEUU en su sentido más esencial: los bancos han fracasado en el cumplimiento de sus funciones dentro de la economía capitalista, tal y como se discute con mayor detalle a continuación.

El estallido de la burbuja y la crisis posterior (2007-2009)

En 2006-2007, en EEUU, muchos de los hipotecados empezaron a incumplir sus deudas. Como resultado, los títulos comercializables creados en el sistema financiero como respaldo de las hipotecas de los hogares pasaron gradualmente a ser activos ilíquidos; como consecuencia, los bancos empezaron a afrontar dificultades para acceder a nuevos fondos en el mercado monetario; y por tanto los titulares de los pasivos financieros asociados a estos bancos empezaron a retirarse de los mercados. Fue entonces cuando surgió gradualmente una crisis bancaria sistémica de liquidez y de solvencia.

Las causas inmediatas de la crisis bancaria en EEUU se han discutido mucho en la literatura económica, prestando especial atención al surgimiento del sistema bancario «en la sombra» asociado con los fondos de inversión del mercado monetario y de los mercados de derivados[31]. En pocas palabras, los fondos de inversión del mercado monetario que operan en los mercados monetarios retiraron los depósitos de los particulares de los bancos «tradicionales»; los bancos comerciales titulizaron activos y los pusieron fuera de los balances; los acuerdos de recompra (repos) fueron ampliamente utilizados para dar liquidez a los bonos titulizados.

---

[31] El exponente más prominente de esta visión de que la causa de la crisis fueron principalmente las prácticas de la banca «en la sombra» ha sido Gary Gorton; véase «The Subprime Panic», Yale ICF Working Paper, núm. 08-25, 30 de septiembre de 2008; y «Information, Liquidity, and the (Ongoing) Panic of 2007», *American Economic Review,* núm. 99:2, mayo de 2009. Véase también Gary Gorton y Andrew Metrick, «Regulating the Shadow Banking System», *Brookings Papers on Economic Activity,* núm. 41:2, otoño de 2010; y Gorton y Metrick, «Securitized Banking and the Run on Repo», *Journal of Financial Economics,* núm. 104:3, 2012. La importancia del sistema bancario «en la sombra» en la crisis de EEUU fue apreciada inmediatamente por los profesionales, como Paul McCulley, que se centró en «el alfabeto completo de los apalancamiento no bancarios, los instrumentos de inversión, los vehículos y los productos estructurados». Véase McCulley, «Teton Reflections», Global Central Bank Focus, septiembre de 2007.

La banca tradicional contrasta con la banca titulizada, en tanto que la primera consiste en el negocio de hacer préstamos y contraer deudas y su principal fuente de financiación son los depósitos a la vista garantizados; mientras que la segunda consiste en el negocio de la colocación y reventa de los préstamos y su principal fuente de financiación son los acuerdos de recompra.

Bajo esta perspectiva, la crisis financiera de 2007-2008 fue un pánico en todo el sistema bancario que, sin embargo, no sucedió en el sector bancario tradicional sino en el titulizado. Mientras que un pánico bancario tradicional equivale a una retirada masiva de depósitos, un pánico bancario de un banco titulizado equivale a la retirada masiva de acuerdos de recompra (repos). La causa del pánico fue la falta de confianza en relación con la liquidez de los bonos utilizados como colateral en los repos, particularmente en aquellos bonos relacionados con el mercado de alto riesgo. El resultado fue la insolvencia del sistema financiero de EEUU cuando no pudo cumplir sus obligaciones.

Las causas de la crisis bancaria de EEUU se han atribuido también a la aparición de bancos «demasiado grandes para quebrar». Esta cuestión está directamente relacionada con la regulación del sistema financiero —y se discute, por tanto, en el capítulo 10— pero también tiene relevancia para entender el desarrollo de la crisis. Lisa DeFerrari y David Palmer reconocieron el papel dominante de unas pocas instituciones financieras a principios de los años dos mil, acuñando el término «grandes y complejas organizaciones bancarias». Estos grandes bancos han dirigido sus actividades hacia el comercio de derivados. Hacen muchas transacciones con instituciones financieras no bancarias y se expanden continuamente a nivel internacional, lo cual requiere de una supervisión enfocada al riesgo. Según Viral Acharya y Mathew Richardson, este tipo de bancos han sido capaces de colocar los préstamos (habitualmente las hipotecas) en títulos respaldados por activos que se encuentran tanto dentro como fuera de balance. El objetivo de estos grandes bancos ha sido reducir la cantidad de capital que se mantiene para hacer préstamos, incrementando su capacidad para dar más créditos. Los bancos acabaron así en el «sobreapalancamiento», tomando grandes riesgos. Darrel Duffie ha destacado también el problemático papel de los grandes bancos al argumentar que el derrumbe del banco «intermediario» podría ser el resultado de la huida de los titulares de préstamos garantizados a corto plazo, los clientes de los fondos de cobertura y las partes implicadas en los derivados, lo cual podría llevar a la devastadora pérdida de los servicios de compensación y liquidación de valores[32].

---

[32] Lisa DeFerrari y David E. Palmer, «Supervision of Large Complex Banking Organizations», *Federal Reserve Bulletin*, febrero de 2001; Viral V. Acharya y Matthew Richardson, «Causes of the Financial Crisis», *Critical Review,* núm. 21:2, 2009; Darrell Darrell Duffie, *How Big Banks*

Hay pocas dudas de que la primera señal de la inminente crisis fue la escasez de liquidez de los activos titulizados en el mercado interbancario en agosto de 2007[33]. Los bancos de EEUU y de otros países tenían grandes volúmenes de títulos respaldados por hipotecas o en la práctica estaban obligados a apoyar a las instituciones financieras poseedoras de esos títulos. A medida que creció la morosidad de las hipotecas en EEUU, los títulos respaldados por hipotecas pasaron progresivamente a ser ilíquidos (es decir, a no poder venderse) debido a que los bancos preferían atesorar fondos líquidos en lugar de prestar a otros bancos. Sin embargo, a medida que caía la liquidez bancaria, empezó a haber dudas sobre la solvencia bancaria. Lo que agravó el problema de solvencia fue la caída progresiva de los mercados bursátiles a partir de diciembre de 2007, cuando los compradores de acciones empezaron a vislumbrar la debilidad de los bancos. La caída de los precios de las acciones supuso que los bancos tuvieran problemas para obtener capital privado para hacer frente a las pérdidas en los títulos respaldados por hipotecas, entre otros; de este modo, se exacerbó el problema de solvencia.

El estallido de la burbuja llevó a la contradicción aparente de unas instituciones financieras con enormes cantidades de capital prestable pero extremadamente faltas de liquidez. A este respecto, se confirmó la observación fundamental de Marx sobre las crisis capitalistas: las instituciones financieras necesitaban urgentemente convertir el valor a la forma de dinero pero no podían hacerlo a través del comercio porque la liquidez estaba atesorada. Los agentes que atesoraron liquidez fueron las instituciones financieras, que temían no poder cumplir sus propias obligaciones. La condición de falta de liquidez ha caracterizado al sistema financiero mundial en distintos momentos críticos desde el comienzo de la crisis en 2007.

De forma predecible, los bancos centrales pasaron a la acción con el objeto de hacer frente a la escasez generalizada de liquidez. La Reserva Federal y otros bancos centrales utilizaron un amplio abanico de métodos de provisión extraordinaria de liquidez, como las operaciones de mercado abierto, los créditos en la ventana de descuento, las operaciones de financiación a plazos, el crédito directo a bancos de inversión, el cambio de los títulos respaldados por hipotecas por títulos públicos y la compra de papel

Fail and What to Do About It, Princeton (NJ), Princeton University Press, 2011. Cabe señalar que Gary Dymski ha ofrecido una perspectiva crítica sobre los bancos «demasiado grandes para quebrar» argumentando que su aparición ha restringido la capacidad de las autoridades de adoptar medidas radicales para resolver una crisis. Los «megabancos» tienen controlada la política financiera y regulatoria y le dan forma de acuerdo con sus preferencias. Gary Dymski, «Genie out of the Bottle: The Evolution of Too-Big-to-Fail. Policy and Banking Strategy in the US», 8 de junio de 2011, disponible en postkeynesian.net.

[33] La siguiente explicación de la crisis se basa fundamentalmente en C. Lapavitsas, «Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation», *Historical Materialism,* núm. 17:2, 2009, pp. 114-148.

comercial de las empresas industriales y comerciales. Al mismo tiempo, los bancos centrales redujeron los tipos de interés, que alcanzaron en alguna ocasión el 0 %, como sucedió en EEUU en 2008. Las políticas del banco central operaron en efecto como un subsidio a los bancos, al disminuir el coste de los pasivos bancarios. El anticipo de este subsidio a los bancos ha sido posible principalmente gracias al control que los bancos centrales ejercen sobre el dinero contemporáneo. Cabe destacar ahora, aunque se discutirá con más detalle en el resto del capítulo, que el anticipo de liquidez a menudo se ha producido sin necesidad de que los bancos tuvieran colaterales fuertes. En efecto, los bancos centrales proporcionaron liquidez extraordinaria a los bancos comerciales a la vez que asumían parte del riesgo acumulado por estos bancos a lo largo de la burbuja.

La crisis vivió dos momentos cruciales en 2008, que fueron el resultado de la interacción entre los problemas de liquidez y de solvencia del sistema financiero. El primero fue el derrumbe de Bear Stearns en marzo de 2008, un enorme banco de inversión norteamericano que no pudo obtener fondos privados en el mercado monetario y que a la vez acabó siendo insolvente por tener en su balance una gran cantidad de activos respaldados por hipotecas. La Reserva Federal, junto con el Tesoro norteamericano, gestionaron el derrumbe de Bear Stearns forzando su adquisición por parte de JP Morgan a cambio de la concesión de un préstamo público.

El segundo momento crucial fue entre agosto y octubre de 2008 y representa un episodio excepcional en la historia de la banca. A medida que empeoraban las condiciones del mercado inmobiliario de EEUU, estuvo a punto de producirse el colapso de dos grandes empresas con patrocinio gubernamental («Fannie Mae» y «Freddie Mac»), que participaban en alrededor de la mitad de las transacciones anuales de valores respaldados por hipotecas en EEUU comprando habitualmente sólo los de alta calidad. Durante la burbuja, ambos habían participado en la banca de inversión de riesgo, incluidas las hipotecas de alto riesgo, volviéndose cada vez más débiles y forzando al Estado norteamericano a intervenir para apoyarles. Al mismo tiempo, Lehman Brothers, otro gigante de la banca de inversión en EEUU, se encontró en una posición similar a la de Bear Stearns. No obstante, a diferencia de Bear Stearns, las autoridades de EEUU permitieron que Lehman Brothers quebrara, lo que conllevó pérdidas tanto para los accionistas como para los acreedores. Este fue un error garrafal en tanto demostró que el Estado no era consistente a la hora de tratar con los bancos en dificultades: los acreedores de Lehman Brothers debían afrontar las pérdidas mientras que los de Bear Stearns fueron rescatados del aprieto. El trato diferencial del Estado destruyó todos los vestigios de confianza en el mercado monetario que todavía les quedaban a los bancos y llevó a la congelación del crédito.

Entre septiembre y octubre de 2008, la liquidez desapareció por completo, las acciones de los bancos se derrumbaron y se expandió un auténtico pánico por todos los mercados financieros. El gobierno de EEUU se vio forzado a cambiar rápidamente de postura y a garantizar de forma efectiva a los bancos en el caso de una futura quiebra. Un paso decisivo fue el anticipo de fondos públicos para lidiar con el problema subyacente de la solvencia bancaria, con el Programa de Alivio de Activos Problemáticos [TARP, por sus siglas en inglés] que se discutirá con mayor profundidad más adelante. A pesar de la intervención del Estado, a finales de 2008 empezó a desplegarse una gran ola de recesión en todo el mundo. La restricción de la oferta de crédito de los bancos y de los mercados forzó a las empresas a disminuir la producción y el empleo; el consumo cayó a medida que los hogares reorganizaron sus gastos debido a su preocupación y a las deudas acumuladas; los mercados de exportación se colapsaron, especialmente el del automóvil y el de los aparatos electrónicos. Los países en vías de desarrollo también padecieron las consecuencias a medida que los flujos de capital se volvían problemáticos, requiriendo préstamos de emergencia.

La tormenta económica mundial que se desató en 2008 fue espoleada por la crisis bancaria y la consiguiente restricción del crédito. Los fondos de crédito desaparecieron por completo a medida que las instituciones financieras abandonaban la titulización; los bancos restringieron la provisión de crédito en un intento de mejorar la liquidez y la solvencia; con la carga de las deudas y tras la caída de los mercados inmobiliarios, los hogares redujeron dramáticamente sus créditos; la demanda agregada cayó e impactó sobre las existencias de las empresas, la producción y el empleo; la inversión se colapsó en los países capitalistas avanzados; el comercio internacional cayó, lo que contribuyó a una recesión general.

Entre 2008 y 2009, se evitó lo peor gracias a la intervención extensiva y sistemática del Estado. Sin embargo, el contradictorio resultado de esta intervención fue la aparición de una crisis de deuda soberana a partir de 2009 especialmente feroz en Europa. Antes de considerar la crisis de la eurozona es necesario examinar analíticamente las formas de intervención adoptadas por el Estado norteamericano entre 2008 y 2009 a fin de vislumbrar con más claridad el trasfondo de la financiarización.

La intervención del Estado para evitar lo peor; EEUU al frente del proceso (2008-2009)

El papel central que desempeña el Estado en la financiarización se hizo evidente durante la crisis que empezó en 2007. La política de los gobiernos se ha centrado principalmente en las debilidades subyacentes de las finanzas

a lo largo de la crisis: la escasez de liquidez, los activos de dudoso cobro que estaban en manos de las instituciones financieras y la recapitalización de las instituciones que no tenían suficiente capital propio. Cabe destacar que el Estado norteamericano ha sido más atrevido y decidido a la hora de afrontar la crisis que los Estados de la Unión Europea. La respuesta de EEUU se analiza a continuación y la de los Estados de la UE en las siguientes secciones.

La provisión de liquidez

Durante las fases iniciales de la crisis, la liquidez del mercado interbancario se desvaneció por razones principalmente relacionadas con la transformación de los bancos en el curso de la financiarización, como la titulización de las hipotecas o de otros activos y como la gran dependencia del mercado monetario a la hora de obtener liquidez[34]. Los bancos y otras instituciones financieras no fueron capaces de obtener nueva liquidez cuando los compradores de activos a corto plazo empezaron a retirarse del mercado monetario. La desaparición de la liquidez reflejaba fundamentalmente la pérdida de confianza entre los bancos, pero también la pérdida de confianza de los titulares de los pasivos financieros bancarios y no bancarios. Empezó a surgir así el equivalente a un pánico bancario en el sector bancario «en la sombra» que amenazó con colapsar las finanzas norteamericanas así como las de todo el mundo[35].

Los gobiernos de EEUU y Reino Unido tuvieron así que reafirmar la garantía de los depósitos ordinarios de los bancos para prevenir un pánico bancario a gran escala. Las garantías de depósitos del Estado son una forma de intervención decisiva de las finanzas contemporáneas que altera los costes y las tasas de rendimiento de las instituciones financieras. Las implicaciones para la banca y las finanzas en general de las garantías de depósitos se consideran en el capítulo 10, pero no hay duda de que sin estas habría sido extremadamente difícil restaurar la provisión de liquidez durante la reciente crisis.

Una vez garantizados los depósitos privados, la provisión de liquidez se encaminó con dos políticas interrelacionadas por parte del banco central: la primera, reducir los tipos de interés y, la segunda, proporcionar fondos líquidos bajo garantía pública a los bancos. El Banco de Japón hizo

[34] Markus Brunnermeier y Lasse Heje Pedersen han distinguido entre liquidez «de financiación» y «de mercado» en el contexto de crisis («Market Liquidity and Funding Liquidity», *Review of Financial Studies,* núm. 22:6, 2009). El primero hace referencia a la capacidad de una institución para hacer frente a los pagos sin demora mientras que el segundo se refiere a la posibilidad de vender un activo en el mercado. Claramente ambos están relacionados: su interacción contribuyó a la desaparición generalizada de la liquidez durante la crisis.
[35] Esto queda reflejado en la literatura de la corriente dominante mencionada en la nota 26.

algo parecido durante la crisis que siguió a la burbuja de los años ochenta. Quizás el paso fundamental que tomaron los bancos centrales de EEUU, Reino Unido y de la Unión Europea fue el de disminuir los tipos de interés hasta alcanzar valores próximos a cero, tal y como hizo el Banco de Japón en los años noventa. Esta política equivale a un subsidio público a los bancos, ya que reduce el coste de los pasivos bancarios y por tanto aumenta la rentabilidad de la banca, los bancos adquieren así deuda pública con un riesgo de impago muy bajo.

Además de la bajada de los tipos de interés y, de nuevo, de forma similar a las prácticas del Banco de Japón en los años noventa y dos mil, los bancos centrales ofrecieron liquidez pública directamente a los bancos comerciales. Tanto el banco central de EEUU como el de Reino Unido adoptaron la flexibilización cuantitativa [*quantitative easing*] tras el colapso de Lehman Brothers y siguieron utilizándola en los años siguientes. La flexibilización cuantitativa supone la expansión sistemática de las reservas que tienen los bancos en el banco central, tal y como se mostró en el capítulo 4. A diferencia del Banco de Japón, sin embargo, la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra no adoptaron objetivos cuantitativos en el nivel de reservas de los bancos comerciales. La flexibilización cuantitativa ha ido acompañada también del anuncio de la intención del banco central de disminuir los tipos de interés a largo plazo[36]. Ya fuera en forma de flexibilización cuantitativa o de crédito normal a los bancos, la provisión de liquidez por parte de los bancos centrales representa también un subsidio público, ya que sustituye el crédito privado con riesgo por crédito público seguro.

La flexibilización cuantitativa implica el abandono de la independencia de la banca central y de los objetivos de inflación, elementos distintivos del periodo de la Gran Moderación y ya discutidos en el capítulo 7. La flexibilización cuantitativa refleja la superposición de la política fiscal y monetaria, en tanto el banco central adquiere bonos del Estado y, por tanto, financia el gasto público. El abandono de los elementos vertebradores del funcionamiento de la banca central de los años noventa y dos mil ha sido reconocido discretamente en la literatura dominante, que ha preferido centrar su atención en la eficacia de la política de la banca central[37]. La eficacia en este contexto parece referirse, primero y principalmente, al impacto de la flexibilización cuantitativa en los tipos de interés. Bernanke, Reinhart y Sack observaron algunos años antes de la crisis que estas medidas «no estándar» podrían ser efectivas, una visión que ha pasado

---

[36] Cabe destacar que el Banco Central Europeo no ha adoptado formalmente la «flexibilización cuantitativa» aunque ha expandido sustancialmente el crédito a los bancos privados, lo que muestra su carácter inusual como banco central discutido en el resto de este capítulo.
[37] Richhild Moessner y Philip Turner, «Threat of Fiscal Dominance? Workshop Summary», *BIS Papers*, núm. 65, 2012.

gradualmente a ser la predominante[38]. Sin embargo, se ha producido un debate sobre la relativa importancia de los canales por los que la flexibilización cuantitativa opera, entre los que se incluye el reequilibrio de las carteras de las instituciones financieras y el impacto directo del hecho de mantener reservas. Tanto la Reserva Federal como el Banco de Inglaterra consideran que la flexibilización cuantitativa ha tenido un efecto significativo en los tipos de interés de los mercados de activos; el efecto en los tipos a largo plazo, sin embargo, podría disminuir con los sucesivos programas de expansión[39].

La eficacia de la flexibilización cuantitativa a la hora de intervenir en los mercados de activos es una cuestión empírica que no está clara todavía. Lo que tiene mayor interés teórico es que la provisión de liquidez de los bancos centrales a lo largo de la crisis ha seguido el consejo de Walter Bagehot de hace un tiempo en *Lombard Street* —prestar libremente y liquidar las cuentas más tarde[40]. Sin embargo, cabe también destacar que se han ignorado las partes más importantes de la prescripción de Bagehot —prestar sólo a aquellos bancos comerciales que ofrezcan un colateral fuerte y a tipos de interés disciplinarios. En su lugar, los bancos centrales han estado prestando a tipos de interés muy bajos, a la vez que han disminuido sistemáticamente la calidad del colateral aceptable para el crédito. En pocas palabras, el sector público no solo ha subsidiado a los bancos privados, sino que ha asumido los riesgos privados.

El Estado en EEUU y en otros países ha superado, de este modo, lo peor de la escasez de liquidez, empleando esencialmente el control del banco central sobre el dinero para influir en el congelado mercado interbancario. No obstante, cabe señalar que la provisión de liquidez de emergencia es una respuesta a corto plazo que no puede hacer frente a las causas de fondo de la pérdida de confianza en los bancos privados, que es lo que en última

---

[38] Ben Bernanke, Vincent Reinhart y Brian Sack, «Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment», *Brookings Papers on Economic Activity,* núm. 2, 2004.

[39] La literatura relevante es ya abundante pero sigue en expansión; véase C. A. E. Goodhart, «Monetary Policy and Public Debt», *Financial Stability Review,* núm. 16, abril de 2012; Arvind Krishnamurthy y Annette Vissing-Jorgensen, «The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates», NBER Working Paper, núm. 17555, octubre de 2011; Stafania D'Amico y Thomas B. King, «Flow and stock effects of large-scale treasury purchases», *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series* 52, 2010; Michael Joyce *et al.*, «The Financial Market Impact of Quantitative Easing», Bank of England Working Papers, núm. 393, 2010; James D. Hamilton y Jing Cynthia Wu, «The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment», NBER Working Paper, núm. 16956, abril de 2011; Eric T. Swanson, «Let's Twist Again: A High-Frequency Event-Study Analysis of Operation Twist and Its Implications for QE2», *Brookings Papers on Economic Activity,* núm. 42:1, primavera de 2011; y Jack Meaning y Feng Zhu, «The Impact of Recent Central Bank Asset Purchase Programmes», *BIS Quarterly Review*, diciembre de 2011, pp. 73-83

[40] Walter Bagehot, «Lombard Street», en Norman St John-Stevas (ed.), *The Collected Works of Walter Bagehot*, vol. 9, Londres, The Economist, 1978, pp. 74-75.

instancia explica la destrucción de liquidez. Cabe señalar también que el Estado no puede encargarse de forma permanente del mercado monetario, puesto que la naturaleza del sistema financiero es seguir siendo privado. La provisión de liquidez es inherentemente una medida de emergencia que no puede resolver una crisis profunda. A pesar de la intervención del Estado, la provisión privada de liquidez entre bancos ha seguido siendo irregular en los mercados monetarios internacionales tras el comienzo de la crisis en 2007. Esto es un reflejo del carácter estructural de la crisis de la financiarización que se explora en las siguientes secciones.

El tratamiento de los activos problemáticos de los bancos

La escasez de liquidez ha estado asociada con la debilitación de la solvencia a causa de los valores y otros créditos problemáticos que los bancos acumularon. La combinación de la escasez de liquidez y la debilidad de la solvencia interrumpieron, como es natural, las actividades crediticias de los bancos, ya que estos no aceptaron la refinanciación de los préstamos, al tiempo que aumentaron el listón de la solvencia para los nuevos préstamos. La escasez de crédito obstaculizó la inversión y el consumo, reduciendo la demanda agregada e intensificando la recesión. Por eso, surgió la necesitad de que el Estado interviniera para quitar los activos problemáticos de los balances de los bancos y mejorar así su solvencia. Sin embargo, la eliminación de los activos problemáticos de los balances de los bancos no ha sido fácil frente a los intereses económicos y sociales implicados, tal y como se demostró en el caso de EEUU.

El primer problema fue la falta de transparencia. En la medida en que los bancos comerciales son empresas capitalistas privadas y competitivas, tienen incentivos para encubrir la magnitud de los préstamos problemáticos en sus balances, y así prevenir la pérdida de confianza de las partes implicadas. Aun cuando muchos bancos tenían activos problemáticos, el primer banco que revelara el alcance total del problema sufriría unas dificultades desproporcionadas en lo que se refiere a su acceso a la liquidez, los precios de sus acciones y la entrada de depósitos, entre otros. Una dificultad inmediata para la intervención del Estado fue, por tanto, gestionar la opacidad que rodea los activos problemáticos de los bancos privados.

No obstante, más complejo que revelador, fue el problema de los precios a los que los activos problemáticos debían ser eliminados de los balances de los bancos, ya que estos determinarían la incidencia de unas pérdidas inevitables. Si el precio era alto —en el límite sería igual que el precio total de los activos eliminados— las pérdidas serían soportadas de forma desproporcionada por el nuevo titular de los activos; si el precio era bajo el peso recaería en los bancos. En el primer caso, sería difícil encontrar

nuevos titulares privados y por tanto los activos problemáticos terminarían en el sector público; en el segundo, los bancos quedarían en una posición de insolvencia y tendrían que hacer frente a la bancarrota.

Cabe señalar también que si simplemente se posponía la resolución del problema de la deuda incobrable con la esperanza de que los bancos pudieran hacer frente individualmente a la cuestión de los activos problemáticos —o con la esperanza de que los emisores acabaran por pagar según lo estipulado en el contrato—, las dificultades podían agravarse. Los balances de los bancos habrían seguido siendo ilíquidos durante un largo tiempo y, por tanto, no se hubieran reanudado las funciones bancarias normales. Cuanto más tardara en restaurarse la oferta normal de crédito bancario, mayor sería el obstáculo a la acumulación lo que, además, quizás podía provocar que hubiera un volumen más grande de activos problemáticos en los balances de los bancos. El mero paso del tiempo no puede ser una cura del problema de los malos activos que tienen los bancos.

Bajo las supuestas condiciones del capitalismo competitivo, el curso de acción esperado habría sido la imposición de las pérdidas de los activos problemáticos a los bancos privados, hasta el punto de forzarlos a la quiebra. Al fin y al cabo, se supone que los bancos se especializan en la recopilación y el procesamiento de la información, lo que incluye las tareas de evaluación y monitorización de los préstamos. Si han acumulado activos problemáticos en los balances, los bancos deberían soportar los costes y las consecuencias de sus decisiones y de sus acciones. Bajo las condiciones de la financiarización, sin embargo, las cosas evolucionaron de forma muy distinta para los grandes bancos.

Por un lado, los pequeños depositarios estaban protegidos por las garantías del Estado; las pérdidas potenciales, por tanto, deben ser soportadas por los accionistas, los titulares de los bonos y los grandes depositarios. Los accionistas tienen un derecho de propiedad sobre el banco y sus ganancias, y se supone que asumen el riesgo de perder el capital invertido; los titulares de los bonos, y otros activos, y los acreedores tienen un derecho legal sobre los intereses y el repago del principal, pero inevitablemente asumen ciertos riesgos de perder el capital prestable. En principio, los activos problemáticos podían haberse confrontado liquidando el valor de las participaciones en acciones e imponiendo pérdidas a los titulares de los bonos y de los grandes depositantes —una «quita». No obstante, entre los accionistas, los titulares de los bonos y los grandes depositarios se encuentran grandes inversores institucionales de los países desarrollados y grandes instituciones públicas y semipúblicas de los países en vías de desarrollo. Los bancos agrupan el capital prestable y el dinero ocioso de la sociedad como se discutió en el capítulo 5. Por eso, imponer pérdidas a los bancos requería

ordenar los accionistas, los titulares de los bonos y los grandes depositantes de acuerdo a criterios económicos y no económicos.

Resulta algo intuitivo pensar que estos criterios debían tener una dimensión social. ¿Por qué las pérdidas de los bancos debían imponerse, por ejemplo, a los hogares que habían dejado sus ahorros para las pensiones en manos de inversores institucionales? ¿Por qué la quiebra de los bancos en los países desarrollados debía afectar a los ahorros de los trabajadores de los países en vías de desarrollo? Las cuestiones de este tipo surgen por el papel de los bancos como organizadores a gran escala de la producción y la circulación en el capitalismo contemporáneo. Reflejan además la tensión entre la propiedad privada y la función social de los grandes bancos.

Las dificultades para ordenar a los agentes que potencialmente vayan a soportar las pérdidas están presentes en el método que se ha usado en las últimas décadas para resolver el problema de los activos incobrables —es decir, crear un «banco malo» o, de igual manera, «bancos buenos». En consecuencia, para la crisis actual, Willem Buiter propuso el establecimiento de nuevos bancos públicos que agregaran los activos sólidos de los bancos afectados. Los bancos públicos podrían reanudar el crédito y dejarían que los bancos en quiebra se las arreglaran con los activos problemáticos. Jeremy Bulow y Paul Klemperer, en cambio, propusieron crear bancos privados «buenos» que se encargaran de todos los activos pero únicamente de los pasivos más antiguos de los bancos afectados (incluidos los depósitos). El resto de pasivos continuarían en manos de los viejos bancos en quiebra que también serían titulares del capital de los nuevos bancos[41]. Sin embargo, en la práctica, la política típica que se adoptó tras el comienzo de la crisis ha sido, en la medida de lo posible, pasar el coste de los activos problemáticos al sector público, lo que ha permitido que los titulares de las acciones y de los bonos salieran indemnes. Este ha sido el espíritu con el que EEUU ha tratado el problema, particularmente después de la quiebra de Lehman Brothers, que impuso costes a los accionistas y a los titulares de los bonos pero provocó un pánico en los mercados financieros.

La quita de los activos problemáticos de los balances de los bancos (TARP) fue una prioridad proclamada en el Programa de Alivio de Activos Problemáticos de septiembre de 2008, con 700.000 millones de dólares de fondos públicos. En marzo de 2009 se postuló el Plan Geithner con una idea similar a la del Programa de Alivio de Activos Problemáticos. El

[41] Hay varias maneras técnicas de aislar los activos problemáticos gracias a la larga experiencia de quiebras bancarias de las últimas tres décadas, véase Gerard Caprio y Daniela Klingebiel, «Bank Insolvencies: Cross-country Experience», World Bank Policy Research Working Paper, núm. 1620, 1996, pero un «banco malo» seguramente es la principal. Véase también William Buiter, «The "Good Bank" Solution», *Financial Times* (online), 29 de enero de 2009; y Jeremy Bulow y Paul Klemperer, «Reorganising the Banks: Focus on the Liabilities, Not the Assets», VoxEU.org, 21 de marzo de 2009.

supuesto subyacente del plan era que los activos problemáticos eran un reflejo de la falta de liquidez en lugar de la toma de malas decisiones a la hora de otorgar los créditos[42]. El objetivo, por tanto, era quitar los activos problemáticos a través de reiniciar el mercado de valores titulizados y lograr los precios más altos posibles para los bancos. El objetivo era dar una supuesta solución al problema de los activos problemáticos confiando en el capital privado y sin imponer costes al tesoro público. Con tal objetivo el Plan Geithner propuso que los bancos debían participar en subastas, de modo que pudieran eliminar los activos problemáticos de sus balances.

En 2009, sin embargo, la política de provisión de liquidez ya había apuntalado con éxito los beneficios de los bancos en EEUU a través de los grandes subsidios públicos que les proporcionaron. Además, los bancos tuvieron que empezar también a recibir inyecciones sustanciales de capital por parte del Estado en términos muy favorables, como se muestra en el siguiente apartado. Los bancos tenían así pocos incentivos para participar en la subasta de los activos problemáticos con pérdidas. Desde su perspectiva, era mejor esperar hasta el vencimiento, y superar las pérdidas a partir de la recuperación de los beneficios o la recapitalización. Este fue el camino que tomaron los bancos norteamericanos en 2009. La consecuencia inevitable fue que durante un largo periodo de tiempo no se restauró por completo el crédito bancario, debido particularmente a que el mercado inmobiliario seguía débil, dañando todavía más el valor de los activos bancarios. Las expectativas de la demanda y de la producción fueron por tanto negativas.

La inyección de capital a los bancos

A medida que los bancos norteamericanos acumulaban gradualmente activos problemáticos, el Estado se vio forzado a dirigir el énfasis de su intervención a restaurar el capital de los bancos. A principios de 2009, los bancos comerciales y otras instituciones financieras de EEUU recibieron inyecciones de capital que alcanzaron los 300.000 millones de dólares y que provenían del Programa de Alivio de Activos Problemáticos (TARP), habitualmente bajo la forma de acciones preferentes con pagos de interés garantizados. Las inyecciones de capital a los bancos con problemas destaparon cuestiones que tocaban el núcleo del funcionamiento de los bancos en el capitalismo financiarizado: ¿cuál sería la fuente en última instancia del capital adicional y qué implicaciones tendrían en la propiedad y la gestión de estos bancos?

[42] Lucian A. Bebchuk, «How to Make TARP II Work», Harvard Law and Economics Discussion Paper, núm. 626, Harvard Law School, febrero de 2009.

En una crisis tan profunda como la que empezó en 2007, el Estado norteamericano viró inevitablemente hacia la inyección directa de fondos públicos a los bancos en primer lugar; ante la persistencia de las dudas respecto a la solvencia de los bancos, se hace difícil pensar que las fuentes de capital pudieran haber sido privadas. Consecuentemente, la cuestión de la propiedad y control público de los bancos pasó a un primer plano. Según los funcionarios públicos de EEUU, Reino Unido y otros países, esta evolución creó dificultades severas en lo que se refiere al dominio ideológico del neoliberalismo en las últimas décadas. Era necesario que las inyecciones públicas de capital parecieran una medida temporal que no implicara la propiedad y control público permanente de los bancos. Todavía era más importante evitar cualquier sugerencia de que la gestión pública era superior a la privada, aun cuando la gestión privada había demostrado por sí misma y de forma patente ser deficiente.

El primer paso del Estado norteamericano fue vencer la opacidad de los bancos privados con tal de comprender mejor el problema de escasez de capital. El método natural para mejorar la transparencia habría sido contar con auditores independientes, preferiblemente empleados públicos, para que se hicieran cargo de los bancos, abrieran los libros y determinaran el verdadero alcance del problema de solvencia, buscaran ilegalidades y malversaciones de fondos. Sin embargo, este método habría parecido un primer paso hacia la nacionalización. Por eso, el método que adoptó finalmente el gobierno norteamericano fue la introducción del Programa de Evaluación del Capital de los Bancos (SCAP, por sus siglas en inglés) en marzo de 2009; el programa estipulaba que algunos de los bancos más grandes debían someterse a «pruebas de resistencia» dirigidas por las autoridades regulatorias de EEUU sobre la base de la información solicitada a los bancos.

Concretamente, se pedía a los bancos que hicieran su propia evaluación de las deudas incobrables utilizando un escenario «de referencia» y «muy adverso» del comportamiento del conjunto de la economía. Posteriormente, las autoridades examinaban y ajustaban las evaluaciones, manteniendo siempre contacto directo con los bancos. Las «pruebas de resistencia» evaluaban simplemente la probabilidad de pérdidas de los préstamos que vencían en 2010. Este fue un ejercicio muy distinto al de tratar de determinar el valor de los activos incobrables de los bancos y, por tanto, determinar la magnitud de las pérdidas de estos si fueran forzados a limpiar sus balances. Aun así, las pruebas dieron una estimación de las necesidades de capital adicional para los bancos de solo 75.000 millones de dólares, teniendo en cuenta que los bancos ya habían recibido sumas sustanciales del Programa de Alivio de Activos Problemáticos y que habían

reconstruido su capital desde finales del año 2008, particularmente una vez creció la rentabilidad bancaria en 2009[43].

Las pruebas de resistencia junto con las garantías públicas de cumplir con las carencias de capital contribuyeron a restaurar la confianza en los bancos de EEUU. La confianza también se restauró gracias a la provisión pública de liquidez y la reafirmación de las garantías públicas de los depósitos. Además, los bancos fueron capaces de restaurar su rentabilidad ayudados por los subsidios públicos recibidos. En consecuencia, ya a mediados de 2009, los bancos de EEUU fueron de nuevo capaces de aumentar el capital por sus propios medios mediante la emisión de nuevas acciones. El resultado fue que los bancos más grandes empezaron a reembolsar los fondos que habían recibido a través del Programa de Alivio de Activos Problemáticos entre 2008 y 2009.

El rápido reembolso de los fondos del Programa de Alivio de Activos Problemáticos era importante para los bancos, aun cuando los fondos venían del Estado y no tenían consecuencias importantes en relación con la propiedad y el control de los bancos. Sólo se aplicaron condiciones relativamente menores y muy discutidas que requerían que los bancos mantuvieran el nivel de sus créditos y a la vez redujeran la excepcional remuneración de los gestores. En efecto, el Estado norteamericano trató el rescate público de los bancos privados en quiebra como una medida temporal tomada a regañadientes, que se asemejaba a una inversión pública en acciones bancarias. Siempre y cuando las acciones bancarias no disminuyeran de precio, el interés público estaría presumiblemente protegido. Aun así, los bancos privados eran totalmente conscientes de los riesgos potenciales que la propiedad pública de acciones y la confianza pasiva en el erario público suponían para la propiedad y el control. Estaban dispuestos a deshacerse de las pocas restricciones que se les habían impuesto a cambio de los fondos del Programa de Alivio de Activos Problemáticos, así como a avanzar hacia la restauración de la remuneración de los gestores a los niveles anteriores a la crisis.

En definitiva, la intervención del Estado norteamericano inyectó fondos públicos a los bancos privados en quiebra entre 2008 y 2009, protegiendo a los accionistas y a los titulares de los bonos de las pérdidas generadas por los créditos hechos a lo largo de la burbuja. Además, se ofreció liquidez bajo garantía pública, empujando hacia bajo los tipos de interés y mejorando la rentabilidad bancaria. Se ofrecieron también garantías implícitas y explícitas ante la posibilidad de quiebra a los bancos y a sus depositantes. Con la

---

[43] Federal Reserve Bank, «The Supervisory Capital Assessment Program: Design and Implementation», 24 de abril de 2009. Federal Reserve Bank, «The Supervisory Capital Assessment Program: Overview of Results», 7 de mayo de 2009.

generosa ayuda pública, los bancos pudieron atesorar liquidez, minimizar las pérdidas derivadas de los activos incobrables y mejorar la rentabilidad. Sin embargo, la creación de crédito de los bancos se vio afectada inevitablemente y prolongó los problemas de la acumulación productiva.

Efectivamente, la sociedad norteamericana se vio forzada a soportar el grueso de la crisis bancaria porque la intervención pública se dedicó a proteger a los bancos privados sin someterlos al control público. El objetivo tácito de EEUU y de otros Estados era defender las relaciones subyacentes a la financiarización del impacto provocado por la crisis. Las consecuencias se hicieron evidentes entre 2010 y 2011 cuando la crisis dio otro viraje todavía más peligroso.

El paso a una crisis fiscal: la eurozona en apuros

La recesión mundial de 2008-2009 tuvo graves consecuencias para las finanzas públicas, especialmente en lo que se refiere a la intervención del Estado para rescatar a los bancos. Los ingresos fiscales cayeron y los déficit públicos aumentaron en EEUU, Reino Unido y otros países. Una crisis que había empezado por culpa de la exposición de los bancos al mercado inmobiliario norteamericano produjo una distorsión mayor en las finanzas públicas y, por tanto, en la deuda soberana. El impacto de la nueva fase de la crisis fue especialmente severo en la eurozona, primero en los países periféricos como Grecia, Irlanda, Portugal y España, pero más adelante afectó también a los países del centro.

A finales de 2011, la crisis amenazó la supervivencia del euro y por tanto la estabilidad del sistema monetario internacional; al mismo tiempo, los bancos europeos y otros bancos afrontaban nuevos problemas de liquidez y solvencia. La intervención del Estado entre 2008 y 2009 no había resuelto de forma decisiva ni siquiera el componente financiero de la crisis, que amenazaba con engullir de nuevo a los bancos, quizás de un modo todavía más agudo. Gradualmente quedó claro que la financiarización había dado lugar a una crisis sistémica capaz de alterar los componentes financieros y monetarios de la acumulación capitalista en todo el mundo. Para entender el complejo giro que dio la crisis después de 2009 es necesario centrarse brevemente en la eurozona.

El surgimiento del centro y la periferia de la eurozona

El desarrollo económico y financiero de la Unión Europea en la década del 2000 ha estado marcado por los mecanismos e instituciones de la Unión Monetaria Europea, los cuales también han determinado la crisis

después de 2009[44]. El euro nunca ha sido un simple medio de medición del valor y de pago en Europa, sino que también ha sido la forma de dinero mundial designada para servir a los intereses de los grandes capitales financieros, industriales y comerciales de Europa, así como a los intereses de los Estados más poderosos dentro de la Unión Monetaria Europea[45]. El carácter de la intervención del Estado en la crisis de la eurozona refleja el papel peculiar del euro como moneda mundial bajo las condiciones del capitalismo financiarizado, y contrasta particularmente con la intervención del Estado norteamericano.

Desde la perspectiva de la economía política marxista, y tal y como se discutió en el capítulo 4, el dinero mundial es una forma de equivalente universal asociada a las tendencias y necesidades del mercado mundial. Un rasgo característico del mercado mundial es la falta de homogeneidad en las leyes, las prácticas contables, las prácticas y normas comerciales, las costumbres de pago, e incluso las medidas y pesos de referencia; otro rasgo característico es la ausencia de un sistema crediticio integrado que proporcione crédito y liquidez. Dicho en otras palabras, el mercado mundial carece de un Estado mundial y de un banco central mundial. Por eso, su funcionamiento depende del papel organizador de una moneda mundial capaz de actuar fiablemente como medio de atesoramiento (reservas internacionales) y como medio de pago para las operaciones internacionales, siempre y cuando esta ya funcione como medida del valor (unidad de cuenta). Además, la jerarquía de los Estados capitalistas también está parcialmente determinada por el control sobre el dinero mundial, dado que, al fin y al cabo, es una arma del poder imperial.

El dinero mundial ha tomado históricamente la forma de metales preciosos, pero durante la mayor parte del siglo XX el papel del oro quedó reducido a un medio de atesoramiento de última instancia. El papel del dinero mundial bajo las condiciones concretas de la financiarización ha sido desempeñado por las monedas nacionales, sobre todo, el dólar norteamericano. En este sentido, el poder imperial de EEUU ha pasado a depender del dinero mundial que produce el Estado norteamericano. Sin embargo, debido a su naturaleza, el dólar ha tenido que hacer frente a una continua competencia de otras monedas nacionales. El euro se ha establecido en un contexto de competencia con el dólar y esto le ha dotado de un carácter contradictorio y discriminatorio.

---

[44] El análisis de esta sección se extrae de tres informes sobre la crisis de la eurozona producidos por la *Research on Money and Finance* en Londres entre 2010 y 2011. Estos informes pueden encontrarse en el libro de C. Lapavitsas *et al.*, *Crisis in the Eurozone*..., cit.

[45] La importancia del euro como moneda mundial también se analiza en ibídem.

No es una exageración decir que el euro es una forma *sui generis* de dinero mundial. A diferencia del dólar, el euro no es una moneda nacional que ya existiera con anterioridad y cuyo papel internacional hubiera sido catapultado por la fortaleza intrínseca de su economía y su Estado. Igualmente importante es que el euro no ha alcanzado su papel como moneda mundial a través del desarrollo orgánico de las esferas comercial y financiera en Europa. Por el contrario, el euro se ha creado *ex nihilo* mediante una alianza de los Estados europeos teniendo en cuenta los intereses de los grandes bancos europeos y otros capitales monopolistas.

Por esta razón los mecanismos institucionales de la eurozona reflejan los intereses de los grandes bancos que han determinado la trayectoria de la financiarización en Europa. De este modo, se estableció un banco central independiente para apoyar un mercado monetario homogéneo con el mandato explícito de mantener baja la inflación; se introdujo el Pacto de Estabilidad y Crecimiento para imponer la disciplina fiscal precisamente como medio para mantener la inflación baja a pesar de que su cumplimiento se dejó en manos de cada Estado soberano; mientras tanto, la competitividad en el mercado interno pasó a depender del crecimiento de la productividad y de las fluctuaciones del coste unitario nominal del trabajo en cada país[46].

Los mecanismos institucionales de la eurozona han reflejado además las relaciones jerárquicas entre los Estados miembros. Los países del centro —especialmente Alemania— han utilizado el euro como medio de control sobre los Estados menores de la Unión[47]. El capital industrial

[46] Los intereses sociales y políticos representados y promovidos por el euro son bien entendidos dentro de la literatura heterodoxa. Guglielmo Carchedi ha destacado que el euro podría ser capaz de desempeñar funciones internacionales de más alcance que el marco alemán y, por tanto, beneficiaría al capital alemán («The EMU, Monetary Crisis, and the Single European Currency», *Capital and Class,* núm. 19:63, 1997). Werner Bonefeld ha enfatizado la dimensión política del establecimiento del euro como medio para alimentar la dominación de la clase burguesa en Europa, cosa que podría también limitar el alcance de la democracia («Politics of European Monetary Union: Class, Ideology and Critique», *Economic and Political Weekly,* núm. 33:35, 1998; «Europe, the Market and the Transformation of Democracy», *Journal of Contemporary European Studies,* núm. 13:1, 2005). John Grahl lanzó ideas similares un poco antes (*After Maastricht*, Londres, Lawrence and Wishart, 1997).

[47] No importa tanto si Alemania o Francia han desempeñado un papel principal en la fundación de la eurozona en los años noventa. Lo importante es que a finales de los años dos mil, Alemania ha pasado a ser el país dominante de la eurozona, con plena consciencia de su posición. El impulso para crear una unión monetaria en Europa al fin y al cabo se remonta como mínimo al Informe Werner de 1970, al que le han seguido durante las siguientes dos décadas varios intentos, esencialmente fallidos, para fijar los tipos de cambio. La idea detrás de la creación del euro puede quizás verse en el informe del Comité para el Estudio de la Unión Económica y Monetaria, el denominado informe Delors (*Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, CB-56-89-401-EN-C, 1989). El documento deja claro que la Unión Europea necesita responder a las condiciones internacionales de inestabilidad que se crearon después del final del acuerdo de Bretton Woods. También deja clara la naturaleza política de la decisión —rigurosamente hablando, innecesaria— de hacer del euro la moneda doméstica común de los Estados miembros. La combinación de estos dos aspectos ha contribuido a la tremenda crisis del euro.

alemán ha conseguido ventajas competitivas por la bajada de los costes de transacción en el mercado interno y por la oportunidad de subcontratar capacidad productiva. Para los otros Estados miembros, el euro ha implicado la pérdida del arma de depreciación de la divisa ante la capacidad exportadora alemana. El capital financiero alemán, mientras tanto, se ha beneficiado de la homogeneidad del mercado monetario dentro de la Unión Monetaria Europea y del papel del euro como moneda de reserva internacional. El euro ha facilitado el endeudamiento bancario en los mercados internacionales, el préstamo en todo el mundo, y la participación en las transacciones financieras. En concreto, la tendencia del euro a ganar terreno respecto al dólar en los años dos mil ha beneficiado al sector financiero alemán pero también al capital industrial alemán, al facilitar su deslocalización en Europa[48].

Un rasgo sorprendente del desarrollo de la eurozona ha sido el surgimiento de la división entre el centro y una periferia formada por España, Portugal, Irlanda y Grecia[49]. La división entre el centro y la periferia ha surgido de la «competencia a la baja» en los mercados de trabajo de la eurozona. Los países miembros se han visto obligados a adoptar una política monetaria común determinada por el Banco Central Europeo, a la vez que el ejercicio de la política fiscal quedaba gravemente restringido por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que situaba el límite del déficit público al 3 % del PIB y el de la deuda nacional al 60 % del PIB. Incluso a pesar de que el pacto se haya infringido en numerosas ocasiones, este ha operado como camisa de fuerza de la política fiscal. Dada la rigidez de la política monetaria y fiscal, los Estados miembros se han visto con la necesidad de presionar los salarios y las condiciones de trabajo a la baja con tal de ganar competitividad en el mercado interno de la eurozona.

Los capitalistas alemanes han ganado la «competencia a la baja» porque han podido mantener en niveles bajos el crecimiento de los salarios y han creado zonas enteras sin organización sindical, tanto en la antigua Alemania oriental como en la occidental. La evolución divergente de los costes laborales unitarios en el gráfico 9.5 muestra las ganancias de competitividad de Alemania en comparación con los países de la periferia.

---

[48] Huw Macartney, «Variegated neo-liberalism: Transnationally oriented fractions of capital in EU financial market integration», *Review of International Studies,* núm. 35, 2009.

[49] Hay otra periferia externa en la eurozona, la Europa del Este pero por definición no está sujeta a las mismas presiones que la periferia interna. Esta última es la que ha tenido un papel central en la crisis.

Gráfico 9.5. Evolución de los costes laborales unitarios nominales en la eurozona

Fuente: AMECO.

Las raíces de la perturbación económica de la eurozona, así como de la forma concreta que tomó la crisis de financiarización en Europa son evidentes en el gráfico 9.5. Los niveles de competitividad alemanes ya eran más altos que los de la periferia cuando se introdujo el euro; pero dado que los costes laborales unitarios aumentaron en la periferia, el liderazgo de la competitividad alemana se ha exacerbado significativamente. Es importante destacar que el avance de Alemania se ha debido sobre todo al mantenimiento de los costes laborales unitarios bajos. El crecimiento de la productividad en Alemania a lo largo de este periodo ha sido pobre y de hecho más débil que en los países de la periferia, exceptuando España. Alemania se ha situado al frente de la eurozona gracias a la presión a la baja que han impuesto sistemáticamente sobre los salarios y las condiciones de los trabajadores alemanes[50].

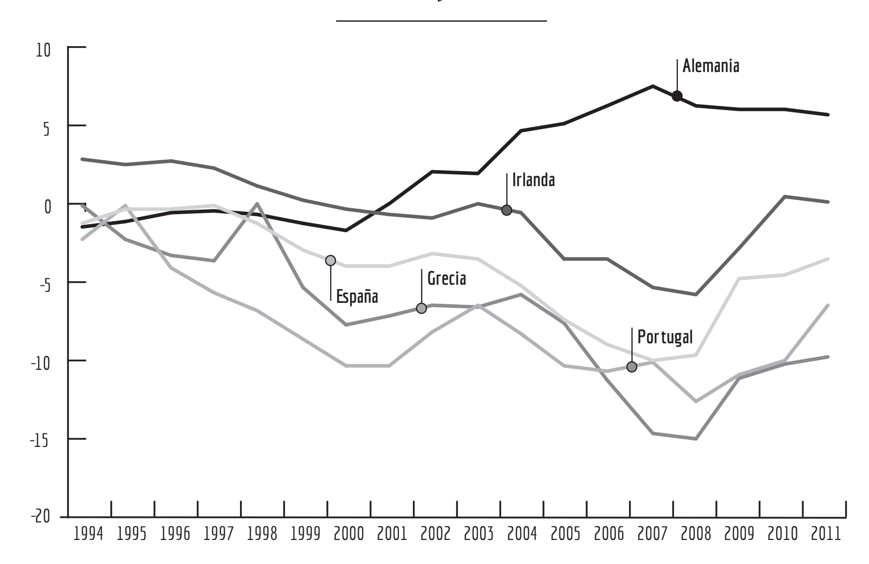
El aumento progresivo de la brecha de la competitividad ha comportado desequilibrios persistentes en las cuentas corrientes dentro de la eurozona: la periferia ha registrado grandes déficit mientras que Alemania ha generado superávit sustanciales, como se muestra en el gráfico 9.6. Cabe destacar que el grueso de los superávit alemanes se ha originado dentro de la eurozona, y la periferia representa solo una pequeña parte de estos. El euro en efecto ha convertido la eurozona en el mercado interno del capital alemán al no permitir que los capitales de la periferia tuvieran éxito.

El aumento de los déficit por cuenta corriente en la periferia han significado naturalmente que el ahorro neto de la periferia siguiera una trayectoria decreciente; los superávit por cuenta corriente de Alemania, en

[50] Véase C. Lapavitsas *et al.*, *Crisis in the Eurozone*..., cit., part 1.

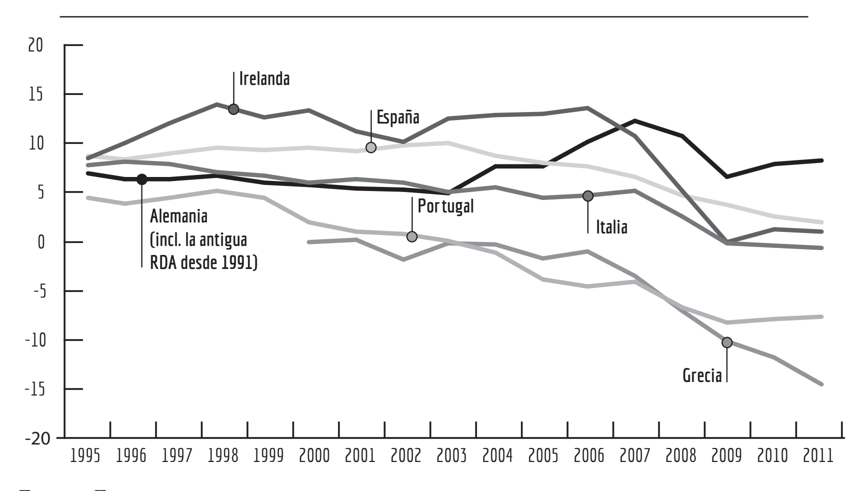
cambio, han hecho que el ahorro neto alemán aumentara, tal y como se muestra en el gráfico 9.7.

Gráfico 9.6. Balanzas por Cuenta Corriente de la eurozona como porcentaje del PIB



Fuente: Anuario de estadísticas de balanza de pagos (BPM_5).

Gráfico 9.7. Ahorro neto en la eurozona como porcentaje del PIB



Fuente: Eurostat.

Incluso en este sentido, la financiarización ha sido distinta en Alemania en comparación con EEUU, en la medida en que el ahorro alemán ha

registrado aumentos sustanciales después de principios de la década de 2000. El ahorro de la periferia, mientras tanto, ha ido disminuyendo y de hecho se ha desplomado por completo en Portugal y en Grecia. Esto mide el mal desempeño de la acumulación en la periferia y las posibles dificultades para una futura recuperación.

La acumulación de deuda en la periferia

El establecimiento de la división entre el centro y la periferia de la eurozona ha llevado a un enorme endeudamiento de la periferia, lo cual ha dado una forma particular a la financiarización de esta zona. Concretamente, mientras los países periféricos perdían competitividad y registraban déficit por cuenta corriente, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo los tipos de interés de la eurozona a niveles muy bajos. Esto ha tenido dos consecuencias importantes con respecto de la deuda de la periferia.

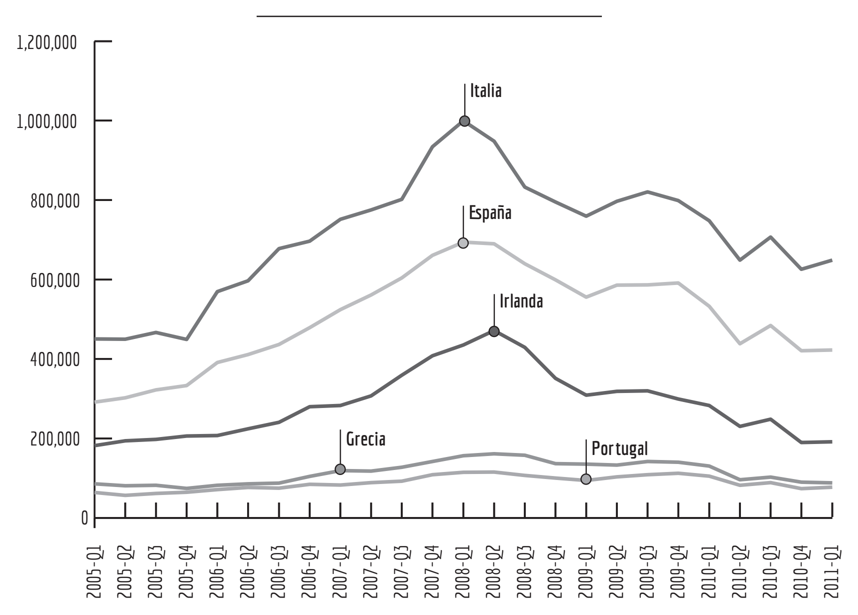
En primer lugar, los países periféricos eran capaces de financiar sus déficit internacionales, acumulando deuda externa tanto pública como privada. La deuda externa de los países periféricos ha desempeñado un papel destructivo en la crisis de la eurozona y ha estado estrechamente vinculada a la pérdida de competitividad. Los prestamistas de la periferia eran principalmente bancos de los países del centro, alemanes y franceses, los cuales estaban de hecho reciclando los superávit en sus cuentas corrientes. El gráfico 9.8 muestra la creciente exposición a la periferia de los bancos alemanes, franceses, belgas y holandeses, en representación de los bancos del centro; también muestra la sustancial exposición a Italia de estos bancos. Cabe señalar además que los préstamos de los bancos del centro a los países periféricos crecieron a finales del año 2008 después de la quiebra de Lehman Brothers. En efecto, los bancos del centro anticiparon créditos a los Estados de la periferia entre 2008 y 2009 sobre el supuesto equivocado de que este crédito era seguro porque el impago de la deuda soberana no era una posibilidad dentro de la Unión Monetaria Europea.

En segundo lugar, los bajos tipos de interés permitieron que los bancos obtuvieran liquidez a bajo coste denominada en euros en el mercado interbancario. Dada la disponibilidad de financiación barata, los bancos de la periferia pudieron expandir su crédito rápidamente, particularmente después de 2005, como se muestra en el gráfico 9.9[51]. En pocas palabras, los bancos de la periferia se endeudaron con el exterior y transformaron estas deudas en crédito doméstico; también aprovecharon la ocasión para expandir sus actividades a nivel internacional.

---

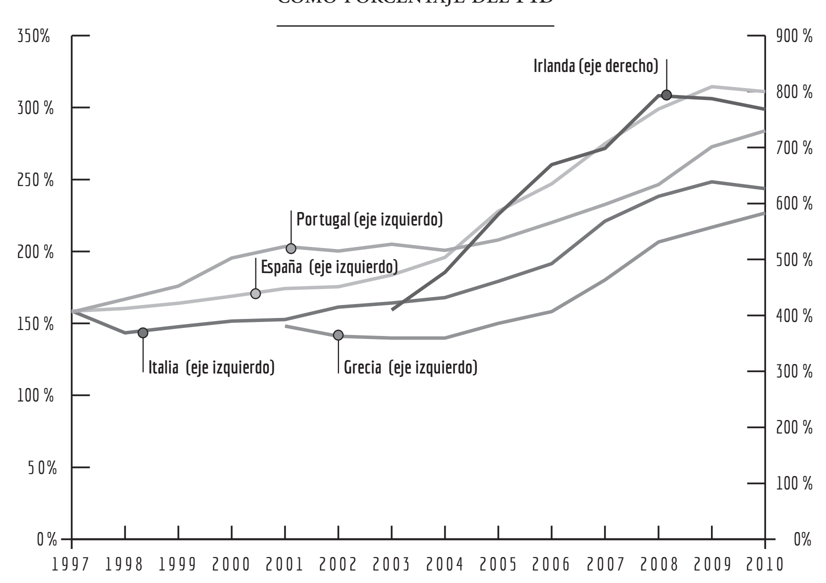
[51] Los bancos irlandeses expandieron su crédito mucho más que otros bancos de la periferia, lo que en parte refleja la política irlandesa de dar privilegio a la entrada de capital extranjero que se ha llevado a cabo durante más de dos décadas.

Gráfico 9.8. Exposición a la periferia de los bancos del centro de la eurozona, millones de dólares



Fuente: Estadísticas bancarias consolidadas del BIS; Informes de RMF.

Gráfico 9.9. Activos de los bancos de la periferia de la eurozona como porcentaje del PIB



Fuente: Bancos Centrales Nacionales; Informes de RMF.

La financiarización de los países de la periferia en el contexto de la eurozona ha conllevado una enorme acumulación de deuda, tanto interna como externa. A medida que caía la competitividad internacional de los países periféricos provocando déficit por cuenta corriente, la periferia estimuló el crédito doméstico sobre la base de los bajos tipos de interés del BCE, el grueso de este crédito se dirigió a los hogares y a la inversión inmobiliaria; el ahorro doméstico, mientras tanto, siguió en descenso. Se reprodujeron aspectos importantes de la burbuja de EEUU en la periferia de la eurozona pero bajo una estructura institucional diferente y, por tanto, sin el prominente crecimiento de la banca «en la sombra» o de la titulización características de EEUU. El mayor crecimiento de la deuda en la periferia fue provocado por la deuda privada como se muestra en los gráficos 10, 11 y 12 en los casos de España, Portugal y Grecia, respectivamente.

Gráfico 9.10. Deuda española por sector emisor

Fuente: Banco de España; Informes de RMF.

Nota: La deuda está ajustada a las operaciones del BCE, incluye el crédito comercial.

No hace falta insistir en que la principal causa de la deuda de la periferia no ha sido la acumulación de deuda soberana. Incluso en Grecia, que ha soportado una proporción mayor de deuda soberana desde los años ochenta, el grueso de la deuda adicional desde finales de los años noventa ha sido debida a la deuda incurrida por los hogares y los bancos. España y Portugal han exhibido un patrón similar, aunque la carga de deuda pública

era menor que en Grecia. El rasgo más destacable de la deuda soberana de la periferia durante este periodo ha sido el cambio en su composición en lugar de su crecimiento. A finales de los años dos mil, por ejemplo, dos tercios de la deuda soberana de Grecia había sido contraída con el extranjero y algo similar sucedía con la de Portugal.

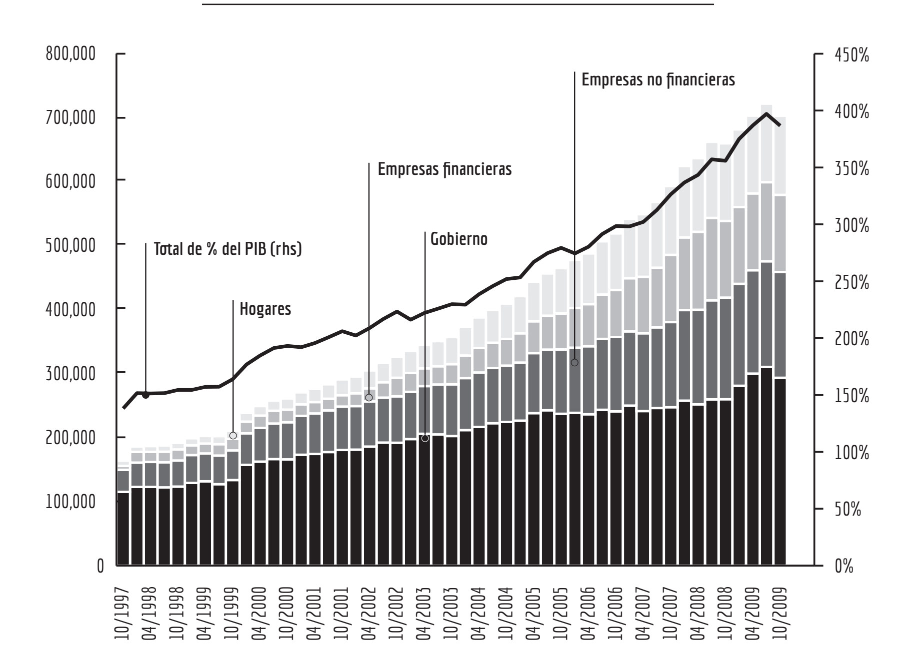
Gráfico 9.11. Deuda portuguesa por sector emisor

Fuente: Banco de Portugal; Informes de RMF.

Nota: La deuda está ajustada a las operaciones del BCE, incluye el crédito comercial.

En resumen, a medida que se desplomaba el ahorro doméstico, los Estados periféricos tuvieron que pedir prestado al extranjero y así cambió la composición de la deuda soberana. Durante gran parte de los años dos mil parecía que los países periféricos se habían beneficiado enormemente de su pertenencia a la eurozona, en la medida en que la deuda soberana estaba denominado en euros, es decir, presumiblemente en la moneda doméstica y a tipos de interés excepcionalmente bajos. En la práctica, los países periféricos se estaban endeudando en una moneda que acabaría comportándose como una moneda extranjera a pesar de que legalmente fuera doméstica. Los Estados periféricos se dieron cuenta rápido de su error, que se vio correspondido por el error de los países del centro, que en un primer momento asumieron que prestar a la periferia era lo mismo que prestar a los países del centro de la eurozona.

Gráfico 9.12. Deuda griega por sector emisor



Fuente: Banco de Grecia, estadísticas trimestrales sobre la deuda externa, Banco Mundial; FMI; Informes de RMF.

Una crisis fiscal, bancaria y monetaria en Europa

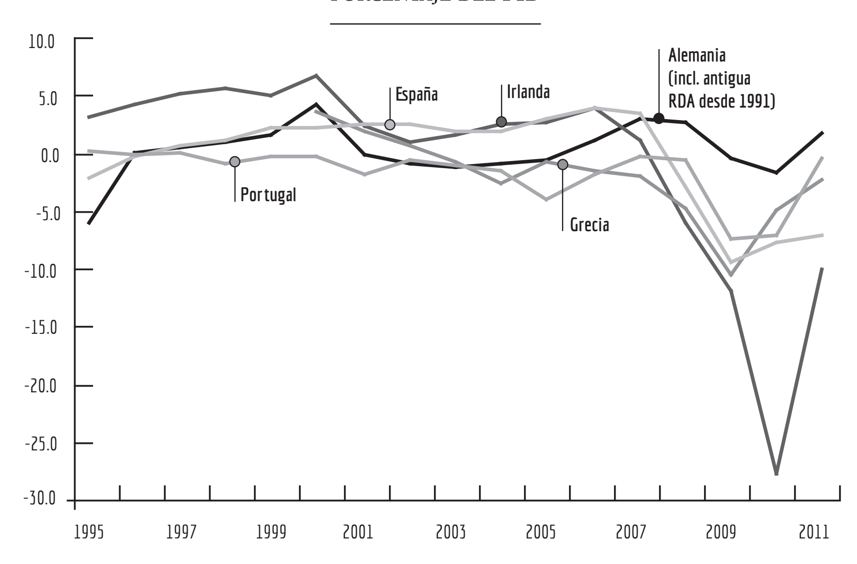
La recesión mundial después de la quiebra de Lehman Brothers en 2008 produjo la caída de los ingresos fiscales de los Estados de la eurozona y estos, por tanto, aumentaron los déficit públicos tal y como se muestra en el gráfico 9.13. Los desequilibrios fiscales de la periferia de la eurozona eran el resultado, y no la causa, de la crisis, incluso en Grecia.

La escalada de los déficit públicos a medida que aparecía la recesión llevó a un rápido crecimiento de la deuda soberana en la periferia, como se muestra en el gráfico 9.14.

A medida que la deuda soberana de la periferia empezó a escalar, los mercados de bonos se dieron cuenta de que la deuda de estos Estados no tenía la misma calidad que la deuda de los países del centro. Lo que es peor, a finales de 2009 quedó claro que los países del centro de la eurozona no estaban preparados para hacer frente a las obligaciones de la deuda pública de la periferia. Consecuentemente, Grecia, Irlanda y Portugal quedaron progresivamente fuera de los mercados internacionales de bonos entre 2010 y 2011; y, además, tanto el Estado español como el italiano estaban en una posición cada vez más precaria. La crisis de financiarización había pasado a ser una

crisis de deuda soberana, principalmente porque los Estados periféricos se habían endeudado en una moneda (el euro) que parecía ser una moneda doméstica pero que, de hecho, era una moneda extranjera[52].

Gráfico 9.13. Saldo primario de los gobiernos de la eurozona como porcentaje del PIB



Fuente: Eurostat; Informes de RMF.

[52] Tanto en la literatura heterodoxa como en la de la corriente dominante se entiende que la estructura institucional de la eurozona implica que la deuda periférica está efectivamente denominada en una divisa extranjera. De este modo, L. Randall Wray, al comentar las restricciones que impone la independencia de la política monetaria del BCE argumentó que: «Sería como si cada país miembro de la UME tratara de operar su política fiscal en una moneda extranjera; el gasto a través de déficit requeriría pedir prestado en esta moneda extranjera de acuerdo a los dictados de los mercados privados» (*Understanding Modern Money*, Cheltenham, Edward Elgar, 1998, p. 92; véase también Dmitri Papadimitriou y L. Randall Wray, «Euroland's Original Sin», Levy Economics Institute Policy Note 2012/8, 2012). Hace poco, Giancarlo Corsetti ha comparado el destino de los países de la periferia con el «pecado original» de los países en vías de desarrollo («The "Original Sin" in the Eurozone», VoxEU.org, 9 de mayo de 2010). Este concepto lo introdujeron Barry Eichengreen y Ricardo Hausmann con tal de enfatizar las presiones para servir la deuda extranjera de aquellos países que no pueden endeudarse en su propia moneda y deben depender de alguna forma de dinero mundial («Exchange Rates and Financial Fragility», Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999). En la misma línea Paul De Grauwe y Yuemei Ji han comparado los países de la eurozona con los países no miembros, que han mantenido el control total de su moneda doméstica: estos no pueden verse forzados al impago dado que están protegidos de las crisis de liquidez y solvencia cuya predicción contribuye a que se desencadene (*self-fulfilling crisis*) (De Grauwe, «The Governance of a Fragile Eurozone», CEPS Working Document, núm. 346, mayo de 2011; De Grauwe, «The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?», CESifo Working Paper, núm. 3569, septiembre de 2011; De Grauwe, «The ECB as a Lender of Last Resort», *VoxEU*, octubre de 2011; De Grauwe y Ji, «Mispricing of Sovereign Risk and Multiple Equilibria in the Eurozone», CEPS Working Document, núm. 361, enero de 2012). Daniel Gros ha enfatizado también la importancia de que la deuda nacional en la eurozona esté en manos de inversores no residentes cuyos Estados miembros carecen de jurisdicción legal para imponer impuestos («External versus Domestic Debt in the Euro Crisis», CEPS Policy Brief, núm. 243, 25 de mayo de 2011).

Gráfico 9.14. Ratio de la deuda pública respecto al PIB en la periferia de la eurozona

Fuente: Eurostat; Informes de RMF.

La acumulación de deuda soberana de la periferia y la exclusión gradual de estos países de los mercados de bonos planteó serios riesgos para los bancos del centro y de la periferia, que se habían expuesto mucho a la deuda pública y privada durante el periodo anterior, tal como se mostró anteriormente. Concretamente, la amenaza del impago de la deuda soberana en los países de la periferia ponía en peligro la solvencia y la liquidez de los bancos europeos. La crisis de la deuda soberana significaba que podía volver a aparecer una crisis bancaria, primero en Europa y quizás después en EEUU, Reino Unido y otros países. El endeudamiento público en la eurozona ponía en riesgo la tranquilidad que el sistema bancario había empezado a tener en 2009 gracias a la intervención del Estado de EEUU. Si la banca europea entraba en crisis, la supervivencia del euro se pondría en cuestión a medida que los países de la periferia, entre otros, fueran forzados a salir de la unión monetaria.

Como consecuencia, entre 2010 y 2011 la crisis de financiarización se agravó y su severidad amenazó directamente con minar el orden monetario internacional. Los países del centro de la eurozona se vieron obligados a responder con urgencia. Su respuesta a la crisis reflejó la naturaleza contradictoria y jerárquica de la unión monetaria, al tiempo que proporcionó nueva luz sobre algunos aspectos de la financiarización.

La intervención de los Estados europeos y sus resultados limitados

La intervención del Estado ha sido fundamental para hacer frente a la tormenta económica de la eurozona, pero tanto la actitud como los métodos han sido bastante distintos a los de EEUU. Las razones se encuentran básicamente en las relaciones políticas y sociales que envuelven el euro. Como se ha mencionado anteriormente, la unión monetaria en Europa representa esencialmente una alianza jerárquica de Estados soberanos para dar espacio a una nueva forma de moneda mundial. Para apoyar la incipiente moneda de reserva internacional, la eurozona ha tenido que constituir un banco central único, proclamar sus pasivos como moneda de curso legal y, a su vez, crear un mercado monetario homogéneo que proporcione liquidez a los bancos de la unión monetaria. Sin embargo, la regulación y la solvencia bancaria en la eurozona ha permanecido como una cuestión nacional. Además, ninguno de los Estados aliados posee el derecho de imponer impuestos más allá de sus fronteras y ninguno es suficientemente grande y poderoso como para actuar como garante último de los pasivos del Banco Central Europeo. Finalmente, los Estados del centro han rechazado su responsabilidad sobre las deudas de los Estados periféricos, en concreto porque no existen mecanismos para regular las cuestiones fiscales en la unión monetaria. El resultado ha sido una intervención torpe del Estado que ha agravado incluso la crisis.

Las limitaciones de la provisión de liquidez

La tarea más urgente de la intervención del Estado fue la de responder a la falta de liquidez en los bancos de la eurozona, lo que naturalmente fue delegado en el BCE. Sin embargo, el BCE es un banco central poco corriente, ya que no puede contar con el respaldo de un Estado unitario o federal. Desde su creación en 1998, el BCE ha operado como un banco central independiente con control sobre la política monetaria y con el objetivo explícito de controlar la inflación. Su capital proviene de los Estados miembros y cada Estado aporta una proporción distinta, que refleja la naturaleza jerárquica de la eurozona, y soporta la responsabilidad individual de su parte. Bajo ninguna circunstancia, el BCE puede financiar el endeudamiento público de los Estados miembros, ya que esto en la práctica significaría que algunos Estados asumen la responsabilidad de la deuda de otros[53]. En este sentido, el BCE ha respaldado sus pasivos denominados en euros principalmente a través de títulos privados a la vez que ha guardado cantidades sustanciales de oro como atesoramiento de última instancia.

---

[53] Tal y como se manifiesta claramente en el Artículo 104 del Tratado de Maastricht.

En distintos momentos de la crisis el BCE ha proporcionado liquidez a los bancos privados, actuando como prestamista de última instancia a gran escala. El distanciamiento respecto a la histórica prescripción de Bagehot apareció una vez más: se proporcionó liquidez a los bancos con colaterales poco fuertes y a tipos de interés muy bajos. La intervención sobre la liquidez del BCE ha significado, en efecto, que se ha proporcionado un subsidio sustancial a los bancos privados, igual que en EEUU. Se hicieron grandes anticipos en agosto de 2007, cuando estalló la crisis financiera; en 2008, después del derrumbe de Lehman Brothers, y a finales de 2011 cuando empezaron los momentos más críticos de la crisis de la deuda soberana[54].

Sin embargo, la diferencia fundamental con la primera fase de la crisis fue que a finales de 2009 la escasez de liquidez también afectó a los Estados periféricos, que empezaron a afrontar dificultades para emitir bonos en los mercados financieros por el riesgo de impago de la deuda soberana. Como consecuencia, en la medida en que los bancos estaban expuestos a la deuda soberana, también empezaron a verse en apuros a la hora de obtener liquidez y asegurar así su solvencia. El BCE estaba así bajo la presión de satisfacer las necesidades de financiación de los Estados soberanos más débiles y de apoyar de forma indirecta a los bancos. No obstante, satisfacer las necesidades de financiación de los Estados contradice los estatutos del BCE y plantea problemas de fondo para el banco central. La razón es obvia y es parte integral de la estructura de la eurozona: a diferencia de los bancos centrales de EEUU, Reino Unido y Japón, el BCE no está respaldado por un único Estado, cuya deuda habría sido comprada bajo la garantía implícita o explícita del mismo Estado. Si el BCE comprara deuda de los Estados periféricos, estaría confiando en el respaldo de los Estados del centro. En efecto, los Estados del centro estarían aceptando la responsabilidad sobre la deuda de los países periféricos, lo cual ya habían rechazado desde el principio, en tanto esto contradice la base fiscal de la unión monetaria.

Sin embargo, desde 2010 el BCE ha tenido que ceder en cierta medida, cuando la crisis soberana se agravó y Grecia se quedó forzosamente excluida de los mercados de bonos. Así pues, el BCE introdujo el Programa para los Mercados de Valores y empezó a comprar instrumentos de deuda soberana en los mercados secundarios, con los que ha proporcionado liquidez a los bancos y a otros vendedores de títulos públicos, y con los que ha tratado de mantener a un nivel bajo los tipos de interés de la deuda pública. En efecto, el BCE tomó medidas para homogeneizar la deuda pública en la unión monetaria desempeñando el papel que le correspondería a un Estado unitario o federal que no existía en la eurozona. El BCE ha adquirido así un riesgo significativo en sus créditos a través de los bonos públicos

[54] C. Lapavitsas *et al.*, *Crisis in the Eurozone...*, cit., parte 2.

de los Estados que se enfrentaban a la quiebra. Este riesgo no puede estar garantizado en última instancia por un poder estatal, ya que el BCE ha estado desempeñando ese papel. Este absurdo resultado refleja la naturaleza contradictoria e insostenible de la unión monetaria.

La dificultad de poner en marcha una intervención estatal efectiva en la eurozona se ha originado a partir de 2009 bajo la forma concreta del problema de solvencia, y este ha dado forma al problema de liquidez del sistema financiero —es decir, el principal riesgo de insolvencia era el de los Estados lo que agravó el riesgo de insolvencia de los bancos y, por tanto, la escasez de liquidez empeoró para ambos. Un banco central no es el agente apropiado para lidiar con los Estados o con los bancos insolventes. Ambas tareas requieren la intervención de una entidad soberana que tenga acceso directo a los ingresos fiscales. En ausencia de una institución estatal apropiada, el BCE se ha visto cada vez más presionado para desempeñar un papel para el que no está preparado. Ha tenido así que hacer frente a riesgos considerables con relación tanto a su propia credibilidad como a la aceptación de sus pasivos —es decir, al mantenimiento del euro como moneda mundial.

La complejidad del problema de solvencia

En el contexto de la eurozona, el problema de solvencia bancaria ha sido particularmente difícil de lidiar por dos razones interrelacionadas. En primer lugar, como ya se ha mencionado, el riesgo de los bancos ha aumentado en gran parte debido al riesgo de los Estados. En segundo lugar, a pesar de la existencia de una política monetaria común y de un mercado monetario homogéneo en la eurozona, el ámbito de los bancos ha seguido siendo doméstico. Cuando está en juego la solvencia, los bancos solo pueden acudir a su propio Estado nacional. De hecho, a lo largo de la crisis, los bancos europeos han pasado a ser más nacionales de lo que lo eran antes en la medida en que han aumentado proporcionalmente el crédito a sus respectivos Estados[55]. El problema de fondo que esto plantea para la eurozona es evidente: el eje vertebrador de la unión monetaria es el espacio homogéneo creado para que los bancos puedan endeudarse en términos similares con el BCE y, por tanto, puedan dar crédito a tipos de interés similares. Si se pierde la homogeneidad del espacio bancario al reducir el ámbito de los bancos a lo nacional, entonces la eurozona se rompe y los tipos de interés empiezan a diferir significativamente. El problema más inmediato es también evidente: ¿cómo podría un Estado periférico cuya deuda constituye una amenaza para los bancos, rescatar a estos mismos bancos? O de forma más amplia, ¿sobre qué base se puede esperar que un estado rescate los bancos de otro Estado?

---

[55] Ibídem, parte 3.

No obstante, el problema seguía siendo que toda la estructura de la unión monetaria afrontaba la amenaza de derrumbarse debido al riesgo de insolvencia de los bancos. La eurozona estaba obligada por consiguiente a proporcionar financiación a los Estados que quedaron fuera de los mercados de bonos y, por tanto, a prevenir el impago de la deuda soberana y, por extensión, proteger la solvencia de los bancos. Se diseñó así un mecanismo complejo de «salvamento», presumiblemente para rescatar a los Estados periféricos que se enfrentaban al impago, pero en esencia para apoyar los bancos europeos. Se estableció temporalmente el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) en 2010, que fue reemplazado en 2013 por el Mecanismo de Estabilidad Financiera (MEE), de carácter más permanente. El FEEF era esencialmente un instrumento para fines especiales, parecido a los instrumentos activos durante la burbuja norteamericana de 2001-2007. Emitió sus propios bonos con tal de poder prestar a los Estados con problemas, pero se mantuvo fiel al principio de la responsabilidad individual de la deuda de cada Estado. EL FEEF pudo también poner fondos directamente a disposición de los bancos con problemas[56].

Entre 2010 y 2011, Grecia, Irlanda y Portugal recibieron «rescates» del FEEF complementados por el Fondo Monetario Internacional. Los fondos eran en esencia créditos garantizados sobre una base intergubernamental, proporcional a la contribución de cada Estado al capital del BCE. Los créditos se anticipaban en un principio a tipos de interés punitivos con el presunto objetivo de dar una lección moral a los Estados morosos, a diferencia de la liquidez subsidiada que recibieron los bancos por parte del BCE. Ante todo, los créditos se anticipaban a cambio de que se impusieran duras políticas de austeridad en los países periféricos, diseñadas y supervisadas por el FMI.

El hecho de que esta era una respuesta inapropiada y contradictoria al problema de solvencia se hizo evidente a finales del año 2011 cuando se profundizó la crisis soberana y aumentó el riesgo de los bancos. La capacidad del FEEF para endeudarse y, por tanto, para prestar ha estado limitada por las contribuciones y garantías de los Estados de la eurozona y la cifra alcanzó los 440.000 millones de euros, sin embargo, esta es una cantidad manifiestamente insuficiente para apoyar a los Estados y a los bancos. Para aumentar sus recursos, el FEEF habría necesitado o bien funcionar sobre la base de una responsabilidad conjunta y solidaria (no individual) de sus deudas, o bien habría tenido que basarse directamente en las garantías de los Estados del centro para rescatar a los bancos de los Estados periféricos. En ambos casos, el FEEF habría tenido que transgredir la base fiscal de la eurozona, un Estado no debe aceptar la responsabilidad de los déficit o las deudas de otro.

---

[56] Ibídem, parte 2.

Quedó así demostrado que la intervención del FEEF era ineficaz para abordar el problema de solvencia, tanto de los Estados como de los bancos. Ante la debilidad del FEEF, la presión para encontrar otro método para lidiar con el problema de solvencia de los Estados aumentó la propuesta más firme que fue la de emitir eurobonos. Se han discutido distintos planes pero la idea central tiene en común la utilización de bonos públicos garantizados conjunta y solidariamente por todos los miembros de la eurozona que podrían ser empleados para satisfacer las necesidades de financiación de los Estados periféricos y otros Estados. Si sobre esta base los Estados débiles pudieran pedir prestado a bajo coste, entonces se atenuaría el riesgo de impago[57]. De todos modos, la propuesta implicaba también que los países del centro aceptaran mayores tipos de interés para su propia deuda y que asumieran parte del riesgo de impago restante de los países periféricos. En efecto, los eurobonos habrían llevado a compartir el riesgo soberano entre los Estados miembros, lo cual violaría directamente el Tratado de Maastricht. Mucho más que eso, la mutualización del riesgo contradecía la lógica fiscal subyacente de la UME y, por eso, desencadenó argumentos en relación con la pérdida de disciplina fiscal y la imposición de un reparto no equitativo de los beneficios y los costes entre los Estados miembros. Los países del centro, con Alemania a la cabeza, han rechazado de forma continua la adopción de esta propuesta.

Entre 2011 y 2012, el fracaso al abordar el problema de solvencia con decisión hizo que la eurozona siguiera en grave peligro por el riesgo de impago de los Estados, lo que amenazaba con terminar con la salida del euro de uno o más Estados periféricos. El riesgo se hizo mayor por culpa de las políticas de austeridad que han acompañado a los programas de rescate.

---

[57] Los eurobonos ya fueron discutidos en el Informe del Grupo Giovannini (2000) siendo su idea básica la emisión de bonos por parte de una única autoridad que pudiera pedir prestado en nombre de los Estados miembros y permitir así satisfacer la escasez de financiaciíon. A lo largo de la crisis, los economistas han propuesto distintas variantes de los eurobonos. De este modo, Paul De Grauwe y Wim Moesen propusieron un eurobono emitido en conjunto, de modo que cada Estado miembro participante garantizaría únicamente su parte del instrumento conjunto («Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond», *Intereconomics,* núm. 44:3, 2009). Wim Boonstra, Jacques Delpla, y Jakob von Weizsäcker propusieron un instrumento distinto emitido por un grupo de los Estados miembro de la eurozona respaldado por garantías conjuntas y solidarias, de modo que quedara como un objeto legal indivisible (Boonstra, «How EMU Can Be Strengthened by Central Funding of Public Deficits» en *The Creation of a Common European Bond Market*, marzo de 2010; Delpla y Von Weizsäcker, «The Blue Bond Proposal», Bruegel Policy Brief 2010/13, mayo de 2010). Por último, Daniel Gros y Stefano Micossi propusieron otro eurobono emitido por una institución de la UE que pudiera prestar los fondos recaudados por los Estados miembros («A Bond-Issuing EU Stability Fund Could Rescue Europe», *Europe's World*, primavera de 2009). Este instrumento estaría respaldado por garantías conjuntas y solidarias de todos los Estados miembros, que se derivaría de forma no explícita del orden legal de la UE.

La austeridad

El requisito previo para recibir los fondos de «rescate» ha sido la imposición de los paquetes de austeridad junto con la liberalización y la privatización. En toda la periferia, pero cada vez más en los países del centro, se ha recortado el gasto público, se han aumentado los impuestos, se han reducido los salarios, se han desregulado todavía más los mercados y se han privatizado las empresas públicas. Estas políticas han tratado de transferir los costes del ajuste a los trabajadores de la periferia y de proteger los intereses del capital industrial cambiando el equilibrio de poder en detrimento del trabajo.

La causa original de la crisis de la eurozona no fue el despilfarro público sino la pérdida de competitividad y la acumulación de deuda de la periferia, como se expuso anteriormente. En este sentido, era poco probable que la austeridad y la presión añadida sobre el trabajo en la periferia aliviaran la crisis a corto plazo, o en cualquier escenario. El gráfico 9.5 muestra que en Alemania los costes laborales unitarios han crecido ligeramente después de que la economía alemana se recuperara del impacto inicial de la crisis mundial en 2008-2009. En cambio, los costes de Grecia e Irlanda se han derrumbado al tiempo que los portugueses y los españoles caían de forma más gradual. Deberían pasar así varios años para que la política de asfixiar los costes laborales pudiera conseguir reducir la brecha de competitividad. Por extensión, y como queda claro en el gráfico 9.6, tendrían que pasar varios años para que los desequilibrios por cuenta corriente pudieran reducirse.

Lo que es peor, los recortes del gasto público y los aumentos de impuestos junto con la escasez de crédito debida a las dificultades persistentes de los bancos han acentuado la recesión en la periferia. Las condiciones en Grecia, en concreto, han sido particularmente graves desde 2010, lo que se refleja en el hundimiento del PIB, al tiempo que el país ha entrado en la contracción más severa de su historia desde la posguerra. Otros países de la periferia han hecho frente a un resurgimiento de la recesión, con el consiguiente aumento del desempleo, especialmente entre los jóvenes y concretamente en España y Grecia.

La austeridad ha sido particularmente destructiva en la periferia de la eurozona ante la incapacidad de devaluar y, por tanto, de ganar competitividad de forma decidida. La contracción de la demanda agregada causada por los recortes del gasto público y las reducciones salariales ha venido compensada por la reducción de los déficit por cuenta corriente. En realidad, los países periféricos se han encontrado atrapados dentro de la eurozona y han hecho frente a una austeridad y un alto desempleo que durará años. A medida que el PIB se ha reducido, la carga de la deuda soberana ha sido cada vez más pesada, aumentando la posibilidad de insolvencia y de impago de los Estados periféricos.

La torpe intervención de la UE a lo largo de la crisis ha tratado de proteger los intereses del gran capital financiero e industrial pero a su vez también los ha minado. A medida que se ha profundizado la recesión en la periferia y ha empeorado la insolvencia, los bancos del centro y de la periferia han afrontado grandes riesgos. La solvencia de Italia y de otros grandes países de la eurozona también se ha visto afectada porque tenían grandes volúmenes de deuda pública y privada. En 2013, la crisis de financiarización había profundizado la grave situación europea y había aumentado los riesgos de ruptura del euro. Si esto último llegara a ocurrir, se produciría una crisis más profunda y amplia en todo el mundo.

X
EL CONTROL DE LAS FINANZAS

La crisis de los años dos mil ha planteado un profundo cuestionamiento de la regulación financiera y del papel de los bancos privados, lo que también incluye el cuestionamiento de su capacidad para llevar a cabo la recopilación de información y la gestión del riesgo. También ha planteado la cuestión de cómo hacer frente a la financiarización y cómo lidiar con sus consecuencias. Este capítulo considera los parámetros generales de la regulación financiera desde finales de la Segunda Guerra Mundial, centrándose en el alcance y las perspectivas de la regulación en el contexto de la financiarización. Para llevar a cabo este análisis, se proponen dos distinciones importantes: la primera es aquella entre una regulación que busca la menor intervención («regulación conforme al mercado») y otra que niega la capacidad de autorregularse del mercado («regulación no conforme al mercado»); la segunda es, dentro de esta última, la distinción entre la regulación genérica y la sistémica. En este sentido, el capítulo también discute brevemente cómo los trabajadores pueden hacer frente a la financiarización.

La forma dominante de regulación durante las tres últimas décadas ha sido la regulación conforme al mercado —regulación por parte de las instituciones financieras privadas, controlada por entes semipúblicos y muy centrada en las prácticas concretas de las instituciones financieras. Tras el estallido de la crisis, la amenaza del derrumbe de la banca privada en distintos momentos ha mostrado la escasa eficacia de este tipo de regulación. Sin embargo, la crisis también ha señalado una forma mucho más arraigada de regulación que ha seguido creciendo durante los años de la financiarización: se trata de la regulación genérica no conforme al mercado que incluye la actuación de un prestamista de última instancia, las garantías de los depósitos y las garantías implícitas del Estado a las grandes instituciones financieras.

La regulación financiera tiende generalmente a influir en los rendimientos del capital empleado en la esfera de las finanzas y por eso tiene cierto aspecto de invalidación del mercado. Sin embargo, durante los años de la financiarización, la regulación genérica no conforme al mercado ha apoyado explícitamente la rentabilidad de las instituciones financieras

privadas. Se trata de una forma de regulación muy distinta de aquella de las tres décadas posteriores a la Segunda Guerra Mundial, que también tenía un carácter de invalidación del mercado pero con el objetivo específico de controlar las finanzas a nivel sistémico. Con ese propósito, la regulación sistémica no conforme al mercado incorporó un conjunto de medidas que interactuaban mutuamente, como los controles de precios y magnitudes, la especialización funcional de las instituciones y los controles de capital. El supuesto subyacente era que no controlar el funcionamiento de los mercados financieros podía desestabilizar la acumulación capitalista, por ende, las finanzas debían estar controladas a nivel sistémico.

Con el auge de la financiarización, la regulación sistémica no conforme al mercado ha ido siendo paulatinamente reemplazada por una regulación conforme al mercado; durante el mismo periodo, sin embargo, la regulación genérica no conforme al mercado se ha hecho fuerte apuntalando los rendimientos privados de las finanzas. La crisis de los años dos mil ha arrojado luz sobre la regulación conforme al mercado, a la vez que ha planteado la necesidad de la regulación no conforme al mercado y que tiene como objetivo controlar las finanzas como sistema. No obstante, el restablecimiento de una regulación sistémica que invalide el mercado es una cuestión compleja bajo las condiciones de la financiarización, concretamente por la transformación de las empresas no financieras y de los bancos, pero también por la naturaleza del dinero mundial contemporáneo.

La dificultad de imponer controles regulatorios sobre las finanzas bajo las condiciones de financiarización ha hecho resurgir la posibilidad de incrementar la propiedad pública en el ámbito de las finanzas. Las instituciones y los mecanismos financieros de propiedad pública ofrecen más margen para controlar las finanzas y revertir la financiarización. Huelga decir, sin embargo, que hacer frente a la financiarización supone mucho más que la mera introducción de la banca pública a gran escala. La financiarización supone una profunda y radical transformación del capitalismo contemporáneo. Oponerse a ella requeriría profundos cambios sociales y políticos, entre los que se encontraría la provisión pública de los bienes y servicios básicos a los hogares. Y aún más importante, requeriría también desafiar al neoliberalismo. En definitiva, enfrentarse a la financiarización supone confrontar el carácter capitalista de la sociedad en su conjunto.

La evolución de la regulación tras la Segunda Guerra Mundial: la regulación no conforme al mercado

Desde finales de la Segunda Guerra Mundial hasta mediados de los años setenta —un periodo de crecimiento de la acumulación real sin

precedentes— se aplicó un amplio abanico de regulaciones y controles a los sistemas financieros de las economías maduras y a las operaciones internacionales de las finanzas. La justificación teórica e ideológica de los estrictos controles sobre las finanzas es la que proporcionó el veredicto condenatorio a los excesos financieros que hizo Keynes en la *Teoría general*, donde reclamaba «la eutanasia del rentista» como un objetivo válido de la política monetaria y financiera que fortalecería el papel de los capitalistas productivos[1]. La regulación de las finanzas fue una parte esencial del keynesianismo dominante del periodo denominado como la «represión financiera»[2].

El sistema de represión financiera tenía sus raíces en la gran crisis de los años treinta que llevó al establecimiento de grandes cambios regulatorios con el objetivo de controlar las finanzas. El principal cambio institucional y legal de la época se dio en EEUU con la introducción de la Ley Glass-Steagal en 1933, que separaba la banca comercial de la banca de inversión y ponía techos administrativos a los tipos de interés bancarios (bajo la denominada Regulación Q) y límites en el volumen de crédito bancario respaldado por valores[3]. La ley Glass-Steagal plasmó la aproximación dominante a la regulación financiera hasta que el surgimiento gradual de la financiarización marcó el segundo periodo de ascenso financiero. La represión financiera estuvo espoleada también por la gran acumulación de deuda pública de los países maduros durante la Segunda Guerra Mundial. Los países líderes del mercado mundial, con grandes deudas públicas en manos de los hogares y de las instituciones financieras, adoptaron medidas administrativas para regular los tipos de interés, a menudo forzando que los tipos de interés reales fueran negativos. La represión financiera funcionó de forma efectiva como un subsidio a los Estados para permitir la reducción gradual de su deuda.

Este sistema regulatorio se aplicaba tanto al dinero como a las finanzas y tanto a nivel nacional como a nivel internacional. Se basaba, por un lado, en el papel del dólar como moneda mundial por el Acuerdo de Bretton Woods y, por otro lado, en los controles administrativos sobre los precios, las magnitudes y las funciones del sistema financiero doméstico. Hubo tres elementos que caracterizaron, en general, la regulación financiera de los países capitalistas avanzados, aunque la distinción entre los

[1] J. M. Keynes, *The General Theory of Employment...*, cit., cap. 24.
[2] Este término está típicamente asociado a Ronald McKinnon y Edward Shaw —ambos muy críticos con él— aunque Raymond Goldsmith había abordado antes sus ideas principales. Ronald McKinnon, *Money and Capital in Economic Development*, Washington, The Brookings Institution, 1973; Edward S. Shaw, *Financial Deepening in Economic Development*, Nueva York, Oxford University Press, 1973; Raymond Goldsmith, *Financial Structure and Development*, New Haven (CT), Yale University Press, 1969.
[3] Franklin R. Edwards, *The New Finance: Regulation and Financial Stability*, Washington DC, AEI Press, 1996.

sistemas financieros basados en el mercado (los anglosajones) y los basados en la banca (los de Alemania y Japón) nunca dejó de aplicarse. A pesar del importante papel que desempeñó la ley Glass-Steagal, estos elementos eran más evidentes en Japón, un país de desarrollo tardío que finalmente se unió a la lista de los países capitalistas avanzados en las tres décadas que siguieron a la Segunda Guerra Mundial[4].

En primer lugar, se aplicaron controles sobre los tipos de interés, tanto los cobrados como los pagados, a las instituciones financieras. Los tipos de los activos, que a menudo venían determinados administrativamente, se basaban en los tipos de interés a los que prestaban los bancos centrales y se mantuvieron, de forma deliberada, a niveles bajos con el objetivo (implícito o explícito) de apoyar a los capitalistas productivos. Los tipos de los pasivos, sobre todo los de los depósitos, estaban controlados de forma más estricta, siendo con frecuencia cero para toda una variedad de depósitos. Además, hubo también controles sobre las cantidades de crédito y la dirección de los flujos de crédito generados por las instituciones financieras. Las administraciones establecieron varios ratios que debían cumplir los balances de las instituciones, como el de las reservas sobre los depósitos, dirigiendo el crédito a un conjunto seleccionado de industrias y áreas de la actividad económica. De este modo, los controles sobre los precios y las cantidades del crédito fueron el eje articulador de la represión financiera, aun cuando se dieron variaciones significativas entre los países desarrollados.

En segundo lugar, hubo controles sobre las funciones que se les permitía desempeñar a las instituciones financieras. Este aspecto de la represión financiera variaba, de nuevo, de acuerdo con la trayectoria histórica e institucional de cada país, pero había algunos rasgos comunes entre los países avanzados y los países en vías de desarrollo. Por lo general, se mantuvo a la banca de inversión separada a través de la legislación —la ley Glass-Steagal en EEUU y su equivalente en Japón, el artículo 65— o a través de prácticas monopólicas y de exclusividad informal (como en Reino Unido y otros países). Los bancos que proporcionaban financiación para la inversión a largo plazo también se mantenían generalmente separados de otros bancos mediante privilegios especiales para obtener pasivos (por ejemplo, la emisión de bonos a largo plazo) o directamente mediante la propiedad pública. Habitualmente, las instituciones financieras que participaron en la provisión de crédito para el comercio internacional, la agricultura, la vivienda y el consumo se mantuvieron separadas entre sí.

En tercer lugar, hubo controles sobre los flujos internacionales de capital, que operaban como un complemento necesario del Acuerdo de Bretton Woods, el cual garantizaba la convertibilidad del dólar norteamericano al

---

[4] Yoshio Suzuki, *The Japanese Financial System*, Oxford, Clarendon Press, 1987.

oro a 35 dólares la onza. En efecto, el oro seguía funcionando como medio internacional de atesoramiento de última instancia entre Estados, pero aun así, en la práctica el dólar era utilizado para los pagos y para el atesoramiento de valor a nivel internacional. Las transacciones monetarias internacionales se hacían, en consecuencia, a tipos de cambio fijos. Para apoyar los tipos de cambio fijos era necesario regular los flujos internacionales de capital, lo que significaba imponer controles en la cuenta de capital, como la prohibición de adquirir activos extranjeros, la aplicación de tipos de cambio a las transacciones financieras distintos a los de las transacciones comerciales y la imposición de impuestos sobre los rendimientos financieros extranjeros.

El contenido de la represión financiera era especialmente claro en el contexto de los países en vías de desarrollo. Los países de Asia y África que se formaron a partir del colonialismo, en los años cincuenta, desarrollaron rápidamente sistemas financieros nacionales con las redes financieras y monetarias de la metrópolis[5]. Los bancos comerciales nacionales se crearon a menudo bajo propiedad pública y se establecieron bancos centrales para actuar como los brazos del Estado, aun cuando no existía un mercado monetario doméstico. La represión financiera fue la norma en los países en vías de desarrollo y esta funcionaba a través de los controles sobre los tipos de interés y los flujos de crédito, así como de la especialización funcional de las instituciones financieras. Los sistemas financieros tendieron, además, a basarse en la banca y asignaron a los mercados de valores un papel de poca importancia; a menudo estos ni siquiera existían.

La justificación teórica de la represión financiera en los países en vías de desarrollo se encontraba en el keynesianismo dominante del momento, pero también reflejaba la evolución concreta de la economía del desarrollo. En general, el desarrollo económico se percibía, incluso dentro de organizaciones internacionales como el Banco Mundial, como una cuestión de planificación de la inversión nacional para hacer frente a la escasez de ahorro doméstico. Se pensaba en consecuencia que el desarrollo requería la entrada regular de flujos financieros provenientes del exterior, principalmente mediante canales oficiales. La aproximación dominante de los diseñadores de las políticas económicas era que debían regularse los precios y las cantidades a fin de lograr los objetivos de crecimiento planeados.

La regulación de los precios, las magnitudes y las funciones alteraron las actividades lucrativas habituales de las instituciones financieras. Por eso, el tipo de regulación característico de los primeros años del periodo

---

[5] Para una discusión histórica en el contexto de África véase, por ejemplo, Martin Brownbridge y Charles Harvey, *Banking in Africa*, Oxford, Currey, 1998. Para un análisis institucional y económico, tanto de la represión como de la desregulación financiera en África, véase Machiko Nissanke y Erenest Aryeetey, *Financial Integration and Development: Liberalization and Reform in Sub-Saharan Africa*, Londres, Routledge, 1998.

de posguerra puede clasificarse dentro del grupo de las regulaciones que invalidan el mercado. Este tipo de regulación creaba también riesgos a las instituciones financieras, en la medida en que el crédito era dirigido hacia sectores concretos y a menudo era a largo plazo. Además, este tipo de regulación afectó a la transformación de los vencimientos, ya que habitualmente alargaba el vencimiento de los activos de los bancos comerciales y de otras instituciones financieras. En definitiva, después de la Segunda Guerra Mundial el sistema regulatorio no conforme al mercado convirtió, en parte, los rendimientos de las instituciones financieras en rentas respaldadas por el Estado[6].

La represión financiera, tanto en los países en vías de desarrollo como en los desarrollados, empezó a fallar a finales de los años sesenta para desmoronarse en los setenta, cuando finalizó el auge del keynesianismo. Hay dos razones fundamentales que contribuyeron a su declive y prepararon el terreno para el surgimiento de la financiarización. Primero, en los años cincuenta y sesenta surgieron gradualmente algunos procesos que quedaban al margen del sistema de controles, tanto internacionales como nacionales. En la esfera internacional aparecieron los denominados «euromercados», es decir, mercados financieros en los que las empresas y bancos que operaban internacionalmente podían comerciar activos más allá del alcance de la regulación de las autoridades. Londres proporcionó un espacio apropiado para tales actividades y los bancos británicos y las multinacionales de EEUU fueron de los primeros en sacar provecho de ello[7]. En la esfera doméstica, también surgieron una multiplicidad de procesos financieros, igualmente importantes aunque menos visibles, para evitar la represión doméstica. En Japón, surgió el mercado *gensaki*, un mercado desregulado donde las empresas podían comerciar temporalmente con los fondos ociosos[8].

Los procesos financieros no regulados, tanto los internacionales como los domésticos, permitieron que las instituciones financieras esquivaran gradualmente los controles regulatorios, debilitando así el conjunto de la

---

[6] El carácter parecido a la renta de los rendimientos financieros era obvio en Japón, donde los bancos sacaban rendimientos bajos pero muy seguros y respaldados por el Estado. En efecto, se crearon comités a distintos niveles donde participaban los principales representantes de las distintas secciones de la clase capitalista y de la burocracia del Estado. Estos comités supervisaban los rendimientos y la competencia dentro del sistema financiero y otros sectores de la economía, y a la vez supervisaban la interacción entre las finanzas y el resto de la economía; véase Keiichiro Inaba, «The Transformation of Japanese Commercial Banking: Information Gathering and Assessing», Tesis doctoral no publicada, University of London, 2008.
[7] Eric Helleiner, *States and the Re-emergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*, Ithaca (NY), Cornell University Press, 1994. Las instituciones soviéticas estaban entre las primeras en tener activos de los euromercados, atraídas por la falta de controles de las autoridades de EEUU. La Reserva Federal intentó controlar los euromercados introduciendo requerimientos de reservas, pero fracasó. Ibídem, pp. 135-168.
[8] Yoshio Suzuki, «Financial Reform in Japan – Developments and Prospects», *Monetary and Economic Studies,* núm. 5:3, diciembre de 1987.

regulación. A este respecto una razón fundamental fue que las actividades financieras no reguladas afectaban a la competencia entre instituciones financieras, en la medida en que los rendimientos de algunas transacciones venían determinados por el mercado, mientras que los de otras estaban sometidos a controles (y, por tanto, eran inferiores). De forma espontánea empezaron a surgir así presiones para cambiar el régimen regulatorio dentro del sistema financiero.

Desde la perspectiva de la teoría marxista de las finanzas discutida en el capítulo 4, no sorprende que la represión financiera acabara debilitándose con el tiempo. El sistema financiero es el resultado de la acumulación capitalista, la movilización del dinero ocioso y la organización del crédito comercial. La imposición de controles sobre los precios, las magnitudes y las funciones no puede obviar las tendencias intrínsecas de la acumulación capitalista de crear relaciones de crédito comercial y generar capital dinerario ocioso disponible para el préstamo. Manteniendo el resto constante, estas tendencias crearían el espacio para el surgimiento de nuevas instituciones y prácticas financieras al margen de los controles y que difícilmente podrían negociar con las estructuras controladas existentes. El resultado fue el aumento de la tensión entre las instituciones financieras, articulada principalmente en torno a las divergencias sistemáticas en los rendimientos.

La segunda razón para el declive de la represión financiera fue el derrumbe de los Acuerdos de Bretton Woods en 1971-1973. Su desaparición fue provocada, en parte, por la acumulación de dólares norteamericanos en el extranjero, estimulada por el crecimiento de los «euromercados». El atesoramiento internacional de dólares aumentó a medida que la economía de EEUU registraba persistentes déficit comerciales, lo que dificultaba cada vez más que las autoridades de EEUU pudieran cumplir el compromiso de mantener la convertibilidad del dólar en oro a un precio fijo. Después del primer *shock* del petróleo en 1973, aumentó la acumulación de dólares en el extranjero, lo que estimuló el crecimiento de los euromercados[9]. El fracaso de Bretton Woods fue un reflejo del cambio del equilibrio en el mercado mundial, es decir, de la pérdida de peso relativo de la economía de EEUU. Para nuestros objetivos, sin embargo, lo que importa es que el derrumbe de Bretton Woods condujo, con el tiempo, al desmantelamiento de los controles de la cuenta de capital. Una vez que EEUU incumplió el compromiso de mantener la convertibilidad, se sucedieron una serie de hechos, entre los que destacan la desaparición del anclaje del oro, la imposibilidad de mantener fijos los tipos de cambio, la introducción de los tipos de cambio flexibles y el desmantelamiento final de los controles de los flujos internacionales de capital.

---

[9] Helleiner, *States and the Re-emergence of Global Finance*, cit., pp. 101-114; y Paul Langley, *World Financial Orders: An Historical International Political Economy*, Londres, Routledge, 2002, p. 86.

El periodo posterior al final de Bretton Woods ha estado caracterizado por una gran volatilidad de los tipos de cambio; además, la inflación creció mucho en los años setenta, lo cual contribuyó a la volatilidad de los tipos de interés. Para las instituciones financieras activas en el mercado mundial se volvió crucial que se desmantelaran los controles de los flujos internacionales de capital precisamente con tal de poder hacer frente a esta nueva situación[10]. El aumento de la volatilidad de los tipos de cambio y de los tipos de interés, así como el desmantelamiento gradual de los controles financieros, favoreció la innovación financiera, un proceso que ha transformado la conducta de los bancos en el periodo de la financiarización.

El desmantelamiento de los controles internacionales de capital y la abolición de las regulaciones nacionales sentaron las bases de la liberalización financiera. Un paso importante fue la abolición parcial de la regulación Q en EEUU durante los años sesenta, lo cual liberalizó algunos tipos de interés de pasivos bancarios. También fue importante la introducción de la legislación de la Competencia y el Control del Crédito en Reino Unido en los años setenta, que empezó a desmantelar las regulaciones internacionales que restringían a los bancos británicos. La desregulación financiera se aceleró en los años setenta y pasó a ser la norma en los años ochenta[11]. El resultado final fue una desaparición sustancial de los controles en los precios, cantidades y funciones del sistema financiero y, por tanto, de la propia esencia de la regulación sistémica no conforme al mercado.

Durante los años setenta, la liberalización financiera también se extendió a los países en vías de desarrollo, principalmente sobre la base de que los tipos de interés bajos habían fracasado a la hora de estimular la inversión de los capitalistas productivos. Se presumió que los fondos para el desarrollo podían ser generados internamente, ya que el ahorro doméstico responde positivamente a unos tipos de interés más altos (sin controles regulatorios). Estas ideas y políticas dieron forma a una tendencia en las finanzas del desarrollo que a finales de los años ochenta se concretaron en el Consenso de Washington, cuyo principio fundamental es que la represión financiera es contraproducente principalmente porque conduce a una inversión débil e ineficiente. Bajo esta perspectiva, la aproximación apropiada a las finanzas en los países en vías de desarrollo es permitir que los tipos de interés y todas las demás magnitudes financieras se determinen libremente en los mercados financieros[12].

---

[10] John Eatwell y Lance Taylor, *Global Finance at Risk*, Cambridge, Polity Press, 2000.

[11] Para una discusión sobre la adopción de la desregulación financiera, véase Helleiner, *States and the Re-emergence of Global Finance*, cit.

[12] La bibliogragía sobre la liberalización financiera es enorme y emana de Ronald McKinnon, *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, 1973; y Edward S. Shaw, *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford, Oxford University Press, 1973. Otra contribución clave es la de Ronald McKinnon, *The Order of Economic Liberalization*, Londres,

Es importante señalar que la liberalización financiera en los países en vías de desarrollo ha tenido siempre un carácter derivado. A diferencia de lo que ocurrió en los países desarrollados, en los países en vías de desarrollo la liberalización de las finanzas se ha impuesto, en parte, por la presión ejercida por organizaciones multilaterales como el Banco Mundial y el FMI. Por ser precisos, en todas las instancias de la liberalización financiera ha habido fuerzas domésticas favorables a la abolición de la represión financiera, pero de todas formas la fuerza motriz del cambio a menudo ha venido de fuera. El mecanismo para imponer la liberalización financiera ha estado por lo general en las condiciones asociadas a los préstamos internacionales que otorgaron las distintas organizaciones multilaterales y los países desarrollados a unos países en vías de desarrollo que se han visto envueltos en continuas crisis a lo largo las últimas tres décadas. Así se abrió el camino para que surgiera la financiarización subordinada.

La regulación bajo condiciones de financiarización: la regulación conforme al mercado y las persistencia de la regulación no conforme al mercado

El ascenso y consolidación de la liberalización financiera durante las décadas de la financiarización no debería confundirse con la ausencia de regulación. Las finanzas han continuado estando muy reguladas, tanto a nivel nacional como internacional, pero el tipo de regulación ha sido muy distinto al del periodo inmediatamente posterior a la Segunda Guerra Mundial. El enfoque predominante se caracteriza por apostar por una regulación conforme al mercado, en contraste con la regulación sistémica no conforme al mercado que determinó los precios, las cantidades y las funciones durante el periodo anterior. Los agentes de la regulación dominante han sido, además, entes públicos que están estrechamente vinculados, incluso orgánicamente, con el sistema financiero[13].

Johns Hopkins University Press, 1991. Para un compendio accesible de las ideas fundamentales, véase Maxwell Fry, *Money, Interest and Banking in Economic Development*, Londres, Johns Hopkins University Press, 1988. Para una crítica devastadora y clarividente, véase Carlos Diaz-Alejandro, «Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash», *Journal of Development Economics,* núm. 19:1-2, 1985.

[13] Tanto el paso a un régimen distinto de regulación financiera como la proliferación de prácticas que están conforme al mercado se aprecian bien en la literatura crítica. En varios libros Susane Strange ha propuesto la noción de «capitalismo de casino», basado en un mercado financiero que se autorregula (*Casino Capitalism*, Oxford, Basil Blackwell, 1986; *States and Markets*, Londres, Continuum, 1994; *The Retreat of the State*, Cambridge, Cambridge University Press, 1996). Según Strange, el sector financiero posee poder gracias a las estructuras de crédito pero también a las estructuras del dinero internacional y los flujos internacionales de las finanzas; los mercados mundiales prevalecen cada vez más sobre los Estados nacionales. Picciotto y Haines han denominado el nuevo régimen, de forma similar, con la expresión de «auto regulación auto autorizada» («Regulating Global Financial Markets», *Journal of Law and Society* 26:3, 1999, pp. 360); los entes que ejercen la regulación son considerados como híbridos público-privados inherentemente antidemocráticos (Sol Picciotto, «International Transformations of the Capitalist State», *Antipode,* núm. 43:1, 2011).

Antes de discutir a grandes trazos la regulación conforme al mercado es, sin embargo, vital señalar que la regulación no conforme al mercado no ha desaparecido durante el periodo de la financiarización. Al contrario, se ha desarrollado un tipo genérico de regulación no conforme al mercado, cuyos aspectos esenciales ya se discutieron en el capítulo 9 en relación con el papel del Estado en las crisis. La regulación no conforme al mercado ha estado en la base de la financiarización y, de hecho, es muy anterior a la gran crisis de los años treinta y el posterior auge del keynesianismo. Los siguientes tres componentes son fundamentales.

El primer componente, y todo un clásico, ha sido la función del banco central como «prestamista de última instancia» que surgió en el sistema financiero británico en la segunda mitad del siglo XIX[14]. La experiencia de crisis regulares cada diez años, encabezadas por el derrumbe del banco Overend, Gurney & Co. en 1866, contribuyó a que fuera evidente la necesidad de un banco central dispuesto a proporcionar liquidez libremente durante las crisis. Así pasó a ser una creencia aceptada que, en el capitalismo maduro, el banco central debe funcionar como prestamista de última instancia, una visión que resumió Bagehot ya a principios de la década de 1870, como se señaló en el capítulo 9. Huelga decir que el prestamista en última instancia invalida los procesos de mercado al asegurar la viabilidad de las instituciones financieras que afrontan problemas de liquidez. Supuestamente los participantes en los mercados deberían asumir las consecuencias de sus propias decisiones. Si los mercados financieros necesitan una inyección de liquidez de vez en cuando, entonces quiere decir que los mercados producen resultados subóptimos; la liquidez que proporciona el Estado protege así a los participantes de los mercados de sus propias acciones. Por tanto, el riesgo moral es un resultado inherente a la función del prestamista en última instancia.

El segundo componente de la regulación genérica no conforme al mercado son las garantías de depósitos. Esta práctica surgió ya a finales del siglo XIX, y puede tomar una variedad de formas legales muy distintas —privada o pública y explícita o implícita. Los sistemas financieros contemporáneos se caracterizan por las garantías implícitas de depósitos que ofrece el Estado, cuya necesidad surge de la transformación, inherente al funcionamiento de la banca comercial, de unos pasivos que tienen un vencimiento extremadamente corto y unos activos que son a largo plazo. Si los titulares de los depósitos demandaran todos a la vez el efectivo, entonces el banco quebraría a pesar de su rentabilidad y de la calidad de sus activos,

[14] La intervención general en la esfera del dinero y las finanzas había surgido bastante antes. Ya en la década de 1830 el Banco de Inglaterra operaba con la «regla de Palmer», que regulaba sus reservas de oro en relación con sus pasivos, lo que posteriormente tomó una forma más rígida en la Ley de la Banca de 1844, véase *Political Economy of Money and Finance*, cit., cap. 1.

entre otros. Las garantías públicas previenen o mitigan los pánicos bancarios al restablecer la confianza en los bancos. Es evidente que las garantías de depósitos representan una regulación no conforme al mercado, dado que en la práctica disminuyen el coste de los pasivos para los bancos. Sin embargo, esto también crea riesgo moral en la medida en que algunos pasivos de los bancos están protegidos por el Estado y, por tanto, los titulares de los depósitos no necesitan monitorizar la actuación de los bancos. En este sentido, permaneciendo el resto constante, las garantías de depósitos aumentan la rentabilidad de los bancos.

El tercer y más sorprendente aspecto de la regulación no conforme al mercado en el curso de la financiarización ha sido, sin embargo, el predominio entre las instituciones financieras del principio de «demasiado grande para quebrar». Los bancos que estaban considerados como «demasiado grandes para quebrar» a menudo han sido protegidos eficaz (y tácitamente) ante la quiebra con el argumento de que su quiebra habría tenido enormes externalidades, que incluían la posibilidad de un derrumbe generalizado del sistema financiero. La intervención, por tanto, se ha centrado en evitar el presunto riesgo «sistémico» protegiendo la solvencia de los bancos, en lugar de simplemente proveer liquidez; con frecuencia se han puesto fondos públicos a disposición de las instituciones financieras con este objetivo. El principio de «demasiado grande para quebrar» plantea claramente problemas de riesgo moral, ya que protege a los accionistas del banco y a los titulares de sus bonos de las consecuencias de la quiebra. Además, el hecho de que el Estado garantice implícitamente la solvencia del banco mantiene artificialmente bajo el coste del capital para los bancos y otras instituciones financieras, aumentando de este modo su rentabilidad[15].

Resumiendo, la regulación genérica no conforme al mercado ha operado durante la financiarización como un conjunto de mecanismos públicos —explícitos o implícitos— que estimulan los rendimientos de las finanzas a la vez que se promovía la ideología del libre mercado. Las instituciones financieras han sido protegidas y apoyadas por el Estado en términos de liquidez y solvencia, de modo que se han asegurado unos mayores beneficios, mientras pérdidas y riesgos eran trasladados al público. Estos rasgos

[15] Incluso el Lord Turner de la Agencia de Servicios Financieros de Reino Unido ha cuestionado en público la utilidad de unas finanzas infladas, mientras que Mervyn King, el gobernador del Banco de Inglaterra se ha preocupado por la atribución del «demasiado grande» a algunos bancos; véase Adair Turner, «Adair Turner Roundtable: How to Tame Global Finance», *Prospect*, septiembre de 2009, pp. 34-41; y Mervyn King, «Speech by Mervyn King, Governor of the Bank of England, at the Lord Mayor's Banquet for Bankers and Merchants of the City of London at the Mansion House», 17 de junio de 2009. El gobernador de la Reserva Federal, Ben Bernanke, mientras tanto, se complacía de que se hubiera desarrollado un marco legal en 2012 para «desinflar» las «empresas sistémicamente críticas»; véase Ben Bernanke, «Some Reflections on the Crisis and the Policy Response», 13 de abril de 2012, at federalreserve.gov.

fundamentales de la regulación contemporánea de las finanzas han sido vitales para gestionar la crisis que estalló en 2007.

No obstante, la forma característica de la regulación en los años de la financiarización ha sido la regulación conforme a mercado[16]. Este tipo de regulación ha tendido a aplicarse principalmente a instituciones financieras concretas, en lugar de al conjunto del sistema financiero, con el objetivo de facilitar el cumplimiento de sus presuntas tareas. A menudo se ha centrado en la regulación de los balances de los bancos al efecto de tratar de influir en las operaciones a través de cambios cuantitativos o cualitativos. Cabe señalar que la regulación no conforme a mercado posterior a la Segunda Guerra Mundial afectó también al balance de los bancos. Sin embargo, la regulación conforme a mercado de estos años de financiarización ha hecho cambiar el centro de atención de la regulación al lado de los pasivos del balance, principalmente, sobre la adecuación del capital propio a fin de asegurar la solvencia bancaria.

La regulación de las finanzas conforme a mercado se ha dotado de sustancia ideológica a partir de la nueva microeconomía de las finanzas, especialmente del análisis de la información y del conflicto principal-agente, que se discutió en el capítulo 5 y en otras partes del libro. Las asimetrías de información entre prestamista y prestatario podrían generar presuntamente problemas de selección adversa y de riesgo moral, lo cual daría resultados subóptimos en los mercados financieros y la imposibilidad de que estos se vaciaran. De forma consecuente, proporcionan la base de la regulación de las finanzas conforme a mercado, por la que abogaron incluso algunos de los que fueron por lo general críticos con la liberalización financiera[17].

A diferencia de las prácticas de los años de posguerra, la regulación conforme a mercado no se ha basado en el supuesto de que los mercados financieros que operan libremente podían ser contraproducentes para el crecimiento y la acumulación. El supuesto ha sido, en cambio, que los mercados financieros a veces tienen dificultades para lograr resultados óptimos debido a problemas de información y otras debilidades institucionales. Por tanto, se puede —y se debe— regular con tal de mitigar los problemas de los fallos de mercado. Este tipo de regulación estaría conforme al mercado

[16] En el resto de este capítulo, se ignoran las restricciones aplicadas a las instituciones financieras en relación con la obtención de licencias (de entrada), el establecimiento de sucursales y de holdings, entre otros. Estos son instrumentos de intervención potentes pero son distintos de la regulación de los precios y las cantidades, que son la principal cuestión de este capítulo.

[17] Véase, por ejemplo, Joseph Stiglitz, «Markets, Market Failures and Development», *American Economic Review,* núm. 79:2, 1989, pp. 197-202; y J. Stiglitz, «More Instruments and Broader Goals: Moving Toward the Post Washington Consensus», WIDER Annual Lecture, Helsinki, 7 de enero de 1998. Otra justificación de la regulación podría ser que la quiebra financiera tiene consecuencias importantes para la actividad económica, pero las bases teóricas de esta visión no están bien desarrolladas.

en el sentido de que permitiría el buen funcionamiento de las instituciones financieras mejorando la capacidad de monitorizar a los prestatarios pero también reforzando los seguros ofrecidos a los titulares de los pasivos de estas instituciones.

El ascenso y consolidación del concepto de riesgo en el análisis de la banca, junto con el aumento de la sofisticación técnica de su medición, ha sido también igualmente fundamental para la regulación conforme a mercado. Históricamente, los bancos se han guiado por ideas derivadas de la experiencia práctica a la hora de gestionar los pasivos y activos de sus carteras. Por lo general, los bancos acumulan conocimiento a partir de la costumbre y la práctica en la gestión del capital prestable y del crédito comercial en función de las condiciones históricas, políticas e incluso físicas, específicas de cada país. Durante los años de la financiarización, el conocimiento convencional de los bancos se ha dotado de una apariencia científica intensiva en procesos informáticos, que a menudo emplean fórmulas matemáticas prestadas de la física[18]. Los cambios regulatorios en los sistemas de contabilidad, incluyendo la valoración a precios de mercado, han reforzado la práctica de medir continuamente el riesgo de los balances de los bancos de forma cuantitativa a fin de determinar los niveles necesarios de capital bancario.

Esta aproximación a la regulación se ha institucionalizado en los Acuerdos de Basilea I y II, que han sido revisados para formular el Acuerdo de Basilea III. Los Acuerdos de Basilea son casos de regulación conforme a mercado, desarrollada esencialmente por los bancos y para los bancos, y promovida internacionalmente por organismos que tienen conexiones poco definidas con los Estados nacionales[19]. Los acuerdos han sido producto del Banco de Pagos Internacionales (BPI), un ente establecido para fomentar la cooperación entre los bancos centrales a través de diversos métodos institucionales como las reuniones periódicas. Dentro del BPI, el poder regulatorio reside en buena medida en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB) cuyos miembros son los Estados representados por sus bancos centrales; el CSBB lanzó el Acuerdo de Basilea I en 1988. Aunque los acuerdos no tienen fuerza legal, los Estados que participan en el CSBB se han puesto de acuerdo para poner en marcha los estándares de supervisión especificados en los acuerdos.

---

[18] C. Lapavitsas y P. Dos Santos, «Globalization and Contemporary Banking: On the Impact of New Technology», *Contributions to Political Economy,* núm. 27, 2008, pp. 31-56.

[19] Este argumento ha estado bien fundamentado en la literatura; véase, por ejemplo, Geoffrey Underhill, «Markets Beyond Politics?», *European Journal of Political Research,* núm. 19:2-3, 1991, pp. 197-225. Según Underhill, la relación entre los mercados y el Estado constituye un conjunto en el que los intereses del mercado pueden integrase en el Estado. G. Underhill, «Global Money and the Decline of State Power» en Thomas Lawton *et al.* (eds.), *Strange Power: Shaping the Parameters of International Relations and International Political Economy*, Burlington (VT), Ashgate, 2000.

Los Acuerdos de Basilea se han basado explícitamente en la incorporación del concepto de riesgo para concretar la práctica regulatoria. La principal preocupación de Basilea I era así el riesgo crediticio de los préstamos bancarios; en consecuencia, trató de prevenir ese riesgo estableciendo un nivel mínimo de capital propio del 8 % del valor total de los activos bancarios ponderados por el riesgo («coeficiente de capital»). Para los signatarios del acuerdo estaba claro que los bancos hacían frente a otros riesgos más allá del riesgo crediticio, pero se pospuso el acuerdo en relación con estos otros[20]. Seguramente, no obstante, el aspecto más crudo del acuerdo fue la adopción de solo cinco categorías para la ponderación de los activos bancarios, que se aplican a todos los bancos internacionales: 0 % para el efectivo y los títulos del gobierno, 0, 10, 20 o 50 % para los títulos de otros entes públicos, 20 % para títulos de ciertas categorías bancarias «seguras», 50 % para las hipotecas y 100 % para una amplia variedad de otros títulos del sector privado[21].

El aspecto arbitrario y poco manejable de la regulación del coeficiente de capital se hizo evidente a medida que los bancos se pasaron a la intermediación en los mercados abiertos en el curso de los años noventa, con actividades como el comercio de derivados. La gran implicación de los bancos en las transacciones financieras suponía una nueva amenaza de pérdidas vinculadas a los cambios en los precios de los activos; lo que dio lugar al concepto de «riesgo de mercado». Un paso clave en el desarrollo de los Acuerdos de Basilea fue, entonces, la introducción de la Enmienda de 1996 que preveía el riesgo de mercado[22]. Para los bancos más grandes esto significaba la introducción de modelos avanzados de cálculo de riesgos basados en el valor en riesgo. La aproximación del valor en riesgo simula los cambios en el valor de mercado de la cartera de los bancos y calcula las necesidades de capital basándose en las posibles pérdidas a precio de mercado[23]. Los balances de los bancos empezaron entonces a reflejar de forma continua el movimiento de los precios de los títulos en los mercados abiertos, un factor que se demostró importante a lo largo de la crisis de 2007.

A medida que los bancos crecían y empezaron a implicarse cada vez más en el comercio de los mercados abiertos, surgió entonces otro tipo de riesgo —el riesgo operativo. La transformación de los bancos supuso cambios significativos en la organización de las instituciones y cambió el equilibrio y la

---

[20] BIS, «Risk Management for Electronic Banking and Electronic Money Activities», Basel Committee on Banking Supervision, marzo de 1998, pp. 8-9.

[21] Ibídem, apéndice 2.

[22] BIS, «Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks», enero de 1996.

[23] Para un análisis estándar, véase Anthony Saunders y Linda Allen, *Credit Risk Measurement*, Nueva York, John Wiley and Sons, 2002, pp. 84-106; y Darrell Duffie y Kenneth Singleton, *Credit Risk: Pricing, Measurement, and Management*, Princeton (NJ), Princeton University Press, 2003, pp. 31-42.

naturaleza de las tareas de atención al cliente y de operaciones de mercado. Con el aumento de la complejidad burocrática, aumentó la probabilidad de que se dieran errores en el comercio —o malas prácticas deliberadas—, y se generó la posibilidad de generar pérdidas sustanciales. Los riesgos operativos cubren una gran variedad de áreas, desde los retrasos en la finalización de la documentación legal hasta el retraso en el envío de los pagos en efectivo o incluso el fraude. El derrumbe de Baring en 1995, el banco de inversión británico, en parte como resultado de las acciones de un «profesional deshonesto», permitió considerar esta amenaza, que solo ganó importancia con el paso del tiempo y que incluía el uso de algoritmos delictivos en el comercio de alta velocidad basado en la informática[24]. El riesgo operativo ha pasado a ser, en consecuencia, el centro de atención de la regulación conforme a mercado. Este rasgo característico de Basilea II fue introducido en 2004 pero no fue hasta 2006 que el riesgo de mercado y el riesgo operativo fueron incorporados de una forma completa en sus estipulaciones[25].

Sin que importen ahora los orígenes de la crisis de 2007, esta constituye una evidencia *prima facie* del fracaso de Basilea II. Su consecuencia, no obstante, fue un mayor desarrollo del marco regulatorio con los Acuerdos de Basilea III, que empezaron a tomar forma entre 2010 y 2011. La lógica subyacente de Basilea III es similar a la de los dos acuerdos previos: regulación conforme a mercado diseñada por el sistema financiero con el objetivo de reforzar la solvencia de las instituciones financieras mejorando el coeficiente de capital. Una diferencia importante es, sin embargo, el mayor énfasis puesto en el riesgo derivado del comercio en los mercados abiertos, concretamente en relación con los derivados.

En el curso de la crisis de 2007 se hizo evidente que el uso de *swaps* de incumplimiento crediticio por parte de los bancos y otras instituciones financieras creó nuevas fuentes de riesgo crediticio relacionadas con el comercio en el mercado. La integración de los instrumentos derivados en las prácticas de contabilidad de los bancos ha sido decisiva para el nacimiento de estos nuevos riesgos, un hecho que se ha mostrado de forma paulatina durante los años dos mil. Este cambio ha sido codificado mediante los ajustes de valoración del crédito, con prácticas de valorización a precios de mercado a fin de simular cambios en el valor de las transacciones de cartera para cada parte implicada en la operación, que incluyen correlaciones entre los factores de riesgo[26]. Basilea III incluye directamente

---

[24] David Easley *et al.*, «The Microstructure of the Flash Crash: Flow Toxicity, Liquidity Crashes, and the Probability of Informed Trading», *The Journal of Portfolio Management,* núm. 37:2, 2011.
[25] BIS, «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework», Comprehensive Version, junio de 2006.
[26] Para una discusión más extensa, véase Steven Zhu y Michael Pykhtin, «Measuring Counterparty Risk for Trading Products under Basel II» en Michael Ong (ed.), *The Basel Handbook: A Guide for Financial Practitioners*, Londres, Risk Books, 2007.

las consideraciones de los ajustes de valoración del crédito con el objetivo de mejorar el coeficiente de capital[27]. Sin importar la eficacia final del nuevo acuerdo, el resultado sería una mayor legitimación de las prácticas de valorización a precios de mercado y, por tanto, un fortalecimiento del giro de los bancos hacia los mercados abiertos.

El fracaso de la banca privada y la dificultad de volver a introducir regulaciones que invalidan el mercado

La regulación conforme a mercado en los años de la financiarización se ha centrado mucho en los bancos, como no podría ser de otra manera en vista de la preponderancia de los bancos en el sistema financiero. La crisis de 2007 ha hecho surgir, sin embargo, el espectro de la quiebra masiva de bancos privados en algunos países capitalistas maduros, un suceso sin precedentes desde los años treinta. La expansión de los bancos a lo largo de la financiarización ha desembocado en la acumulación de deuda privada y pública y en la fragilidad de la posición de los bancos en términos de solvencia y liquidez, tal y como se mostró en los capítulos previos. Si no hubiera habido una intervención sostenida del Estado, es posible que se hubiera producido un colapso a gran escala de los bancos internacionales durante estos últimos años, lo que indica el fracaso de la regulación conforme a mercado.

El fracaso de la regulación, pero también y más importante, la perspectiva de un colapso bancario generalizado ha planteado profundas cuestiones sobre el papel de los bancos y de la regulación en el capitalismo financiarizado. Según la economía política marxista, el sistema bancario es un mecanismo integrador de la economía capitalista que recopila información, transfiere recursos dentro de la sociedad a través de los flujos de capital prestable y facilita la convergencia de las tasas de ganancia. El análisis de la corriente dominante sobre las finanzas trata a los bancos, por otro lado, como especialistas en la recopilación y evaluación de la información, en la monitorización de los prestatarios y en la gestión de riesgos; se asume, en general, que los mercados financieros establecen el precio del riesgo y lo distribuyen. La transformación de los bancos en el curso de la financiarización y de la gran crisis que empezó en 2007 ha dado otra dimensión a estas cuestiones.

De una parte, la titulización ha minado la noción de que los bancos recopilan y evalúan la información sobre los prestatarios de forma fiable. Presumiblemente, la titulización permite compartimentar el riesgo y asigna sus componentes más susceptibles de evaluación a otros especialistas, como

[27] BIS, «Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems», diciembre de 2010 (revisado en junio de 2011), pp. 29-37.

las organizaciones de calificación, las organizaciones de mejora crediticia y otros[28]. Durante un corto periodo de tiempo, a principios de los años dos mil, la titulización pareció ser el pináculo de las finanzas «modernas» a la hora de gestionar el riesgo. En la práctica, la titulización llevó al abandono efectivo de la evaluación y la monitorización de las transacciones. La asignación de la evaluación de riesgos a otros agentes creó vacíos que provocaron una mala interpretación de la solvencia de los títulos. Los bancos adquirieron activos sin ni siquiera hacer un examen superficial de su calidad con la expectativa de que estos activos serían rápidamente eliminados del balance gracias a la titulización.

El fracaso evidente de los bancos a la hora de gestionar los riesgos denota una profunda transformación de la banca en el curso de la financiarización[29]. Según la economía dominante, los bancos adquieren información por distintas vías cualitativas (débiles) como el contacto regular con los prestatarios, las relaciones personales, la visita al lugar donde se llevan a cabo las operaciones del prestatario y la colocación de personal en los consejos de administración de las empresas; los bancos también adquieren información por distintas vías cuantitativas (fuertes) mediante el análisis de la compañía, del mercado y de los datos económicos generales[30]. La financiarización ha cambiado la centralidad en los métodos usados por los bancos: de los métodos cualitativos y «relacionales» a los cuantitativos que usan técnicas estadísticas.

Por ejemplo, la evaluación independiente de los prestatarios ha sido utilizada para juzgar el riesgo de las hipotecas en EEUU, incluyendo la «calificación crediticia» de los particulares basada en información numérica (ingresos, edad, activos, etc.) que puede tratarse estadísticamente[31]. El riesgo

[28] Para un análisis de este argumento desde la perspectiva de la economía política, véase Sherif Hesham Elkholy, *Political Economy of Securitization and Development: The Case of Egypt*, Tesis doctoral no publicada, University of London, 2010.
[29] Andrew Haldane considera la mala gestión del riesgo por parte de los bancos como un fallo de mercado y lo atribuye a una «desastrosa miopía», fallos de la creación de redes e incentivos inadecuados. Sin embargo, debe de haber también un elemento histórico específico para este enorme fracaso que Haldane no discute. Andrew Haldane, «Why Banks Failed the Stress Test», ponencia en el Marcus-Evans Conference on Stress-Testing, 9-10 febrero de 2009, disponible en www.bankengland.co.uk.
[30] Esto son términos burdos pero su significado está claro; véase Allen Berger y Gregory Udell, «Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance», *Journal of Business,* núm. 68:3, 1995; Allen Berger y Gregory Udell, «Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The Importance of Bank Organisational Structure», *Economic Journal,* núm. 112, febrero de 2002; Allen Berger y Gregory Udell, «Small Business and Debt Finance», en Zoltán J. Ács y David Audretsch (eds.), *Handbook of Entrepreneurship Research*, Boston, Kluwer Academic Publishers, 2003; «The Ability of Banks to Lend to Informationally Opaque Small Businesses», *Journal of Banking and Finance,* núm. 25, 2001; y Allen Berger *et al.*, «Does Function Follow Organizational Form? Evidence From the Lending Practices of Large and Small Banks», *Journal of Financial Economics,* núm. 76, 2005.
[31] Loretta J. Mester, «What is the Point of Credit Scoring?», *Federal Reserve Bank of Philadephia Business Review*, septiembre-octubre de 1997.

de quiebra de los activos ha sido evaluado, por lo general, a través de modelos cuantitativos que usan tasas históricas de quiebras; las estimaciones eran en gran parte extrapolaciones de las tendencias del pasado, cuya resistencia ha sido testada dentro de los límites indicados por los datos. Los bancos, como se discutió en la sección anterior, también han usado los métodos de valor en riesgo para evaluar la probabilidad de que el valor de sus activos pudiera disminuir por debajo de un cierto nivel, usando correlaciones entre los precios de los activos y la volatilidad. Los métodos de valor en riesgo han obligado a adoptar prácticas contables de «valoración a precios de mercado» — emplear valoraciones de mercado actuales en lugar de los precios históricos. Estas prácticas han sido incorporadas oficialmente en la regulación conforme al mercado, ganando así influencia entre los bancos.

Históricamente, los bancos fueron capaces de alcanzar una evaluación socialmente válida de la solvencia del prestatario en parte gracias a las interacciones «relacionales» con otros agentes en el sistema financiero[32]. Parece que la adopción de técnicas cuantitativas intensivas en procesos computacionales ha llevado a los bancos a perder capacidad para recopilar información y evaluar el riesgo sobre una base «relacional». A su vez, las nuevas técnicas han contribuido al fracaso de los bancos y del conjunto del sistema financiero a la hora de evaluar el riesgo en los años dos mil[33]. El uso de los precios históricos para calcular correlaciones difícilmente puede funcionar en un momento sin precedentes en el que los precios se mueven constantemente. Las técnicas cuantitativas pueden haber aumentado la homogeneidad de las decisiones de los intermediarios financieros, exacerbando así la oscilación de los precios y la inestabilidad general[34]. Pero, si los bancos han perdido capacidad para recopilar información y evaluar riesgos de forma fiable, cuál es, entonces, su función social y económica en el capitalismo financiarizado. Como se expuso en los capítulos 8 y 9, el papel intermediador de los bancos en los flujos de capital prestable es ahora menos importante para las grandes empresas y ha demostrado ser problemático para los hogares. Los bancos desempeñan ciertamente un papel vital en la creación de dinero y en el funcionamiento de los mecanismos de pago en las economías maduras, pero estas no son funciones específicas del capital bancario y podrían haber sido desempeñadas por otras instituciones como, por ejemplo, el servicio de correos. ¿Cuál es, entonces, el fin social de los bancos privados en el capitalismo financiarizado?

---

[32] *Social Foundations of Markets...*, cit., cap. 4.

[33] Es lamentable que Charles Goodhart llamara a esto «apreciación indebida del riesgo»; en realidad, la cuestión aquí es el fallo sistemático de comprensión del riesgo en su conjunto. Véase C. A. E. Goodhart, «The Background to the 2007 Financial Crisis», *International Economics and Economic Policy,* núm. 4, 2008.

[34] Avinash Persaud, «Liquidity Black Holes», WIDER Discussion Paper, núm. 2002/31, World Institute for Development Economics Research, marzo de 2002.

El problema se ha visto agravado porque los bancos evadieron sistemáticamente las regulaciones de Basilea II en el curso de la burbuja que tuvo lugar entre 2001 y 2007. Como se discutió en el capitulo 8, la titulización trajo consigo el establecimiento de nuevas instituciones, como los Vehículos de Inversión Estructurados, que emitían pasivos respaldados por activos. Los activos de los bancos eran eliminados del balance, de este modo, no se infringían los requerimientos de los coeficientes de capital. En pocas palabras, la regulación conforme al mercado incitó activamente a los grandes bancos para que titularizaran sus activos con tal de «rotar» el capital reglamentario. Los bancos fueron capaces de seguir prestando y de generar ganancias a la vez que daban la impresión de que estaban cumpliendo los requerimientos de los coeficientes de capital.

Este proceso ha sido denominado como «arbitraje regulatorio»; a menudo, se debió a la incompetencia de los reguladores o a un lapso temporal en la práctica operativa de los bancos[35]. Sin embargo, el hecho de eludir los acuerdos de Basilea II es solo un caso en la tendencia general y espontánea del sistema financiero a socavar la regulación mediante la creación de nuevas actividades con mayores rendimientos, lo cual se ha discutido antes brevemente. Basilea II creó las oportunidades para que los grandes bancos participaran en el «arbitraje regulatorio» y pusieron así el énfasis en las técnicas cuantitativas de medición de riesgos para establecer el nivel preciso de los coeficientes del capital. No obstante, resultaría engañoso suponer que la regulación conforme al mercado podría haber logrado un diseño que pudiera evitar permanentemente el peligro del «arbitraje regulatorio». Lo mejor que podría haberse hecho es la revisión continua del marco regulatorio para responder a los intentos de las instituciones financieras de eludir las regulaciones existentes.

Los fracasos asociados con la regulación conforme al mercado en el contexto de la financiarización han llevado a la búsqueda de nuevos enfoques de regulación «sistémica». Se han postulado ideas para tratar el sistema financiero como una «red» o un sistema biológico, pero estas no han conducido a planteamientos concretos en relación con la regulación. Ha habido intentos de explorar la opción de implantar una regulación «macroprudencial», pero estos no han ido más allá del establecimiento de diversas señales de alerta o de mecanismos discrecionales de intervención a fin de ayudar a los reguladores en la gestión de las crisis[36]. Finalmente,

---

[35] Por ejemplo, Acharya y Richardson afirman eficazmente que el arbitraje regulatorio surge de los fallos del diseño y la falta de perspectiva por parte de las autoridades regulatorias y por el abandono de los «modelos de negocio» prudentes por parte de los bancos. Viral V. Acharya y Matthew Richardson, «Repairing a Failed System: An Introduction», New York University Stern White Papers, agosto de 2008.

[36] Para un análisis de «red» de las finanzas, véase Andrew Haldane, «Small Lessons from a Big Crisis», 8 de mayo de 2009, en www.bis.org; Andrew Haldane, «Rethinking the Financial

otros han propuesto el restablecimiento de barreras institucionales entre la banca de inversión y la comercial[37]. En medio de este debate, sin embargo, Basilea III ha reafirmado los principios básicos de la regulación conforme al mercado, diseñada por y para los bancos, centrada en los coeficientes de capital y que trata a los bancos principalmente como participantes en las transacciones en los mercados abiertos.

A pesar de su capacidad para limitar la tendencia hacia la inestabilidad y las crisis, incluso la restitución de los elementos básicos de la regulación sistémica no conforme al mercado ha demostrado ser una tarea difícil. Esta dificultad no es meramente fruto de la falta de ideas innovadoras. La base estructural para la regulación sistémica no conforme al mercado está lejos de ser evidente dentro del capitalismo financiarizado. Al fin y al cabo, los tres pilares de la regulación de la posguerra podrían resultar extremadamente difíciles de instaurar bajo las condiciones de financiarización. Primero, y principalmente, no hay perspectiva de introducir una forma de dinero mundial que pudiera estabilizar los tipos de cambio. Es probable que persista una volatilidad sustancial de los tipos de cambio en el futuro, lo que sostendría el crecimiento de los mercados financieros internacionales. Además, los grandes mercados financieros internacionales resistirían los intentos de controlar mediante la cuenta de capital

---

Network», abril de 2009, en www.bankofengland.co.uk. Para la regulación macroprudencial, véase Claudio Borio, «The Macroprudential Approach to Regulation and Supervision», en www.VoxEU.org, 14 de abril de 2009.

[37] Esta visión ha progresado considerablemente en Reino Unido, véase por ejemplo John Kay, «Narrow Banking: The Reform of Banking Regulation», Centre for the Study of Financial Innovation, 2009. Kay ha denominado la aproximación como «banca estrecha» pero es un mal nombre porque confunde la banca con 100 % de reservas (el significado tradicional de la «banca estrecha») con la banca comercial en general. La propuesta original de «banca estrecha» tuvo lugar en EEUU y estaba asociada con la Escuela de Chicago, concretamente en Henry Simons *et al.*, «Banking and Currency Reform» en Warren J. Samuels (ed.), *Research in the History of Economic Thought and Methodology*, *Archival Supplement,* núm. 4, Greenwich (CT), JAI Press, 1933; y Irving Fisher, «100% Money and the Public Debt», *Economic Forum,* abril-junio de 1936. En el periodo de posguerra, la idea recibió el fuerte apoyo de Milton Friedman (*A Program for Monetary Stability*, Nueva York, Fordham University Press, 1960). En resumen, si los bancos comerciales operaran con el 100 % de reservas formadas por dinero fiduciario del Estado, no habría pánicos bancarios, la oferta de dinero estaría totalmente controlada por el Estado, la capacidad de los bancos para crear crédito quedaría limitada y la deuda pública se vería drásticamente reducida, ya que el Estado obtendría activos fiduciarios en circulación. Esta idea ha revivido recientemente en un artículo del FMI que combina curiosamente el monetarismo de la Escuela de Chicago con el chartalismo de la antropología radical; véase Jaromir Benes y Michael Kumhof, «The Chicago Plan Revisited», IMF Working Paper WP/12/202, Fondo Monetario Internacional, agosto de 2012. La banca «estrecha» contradice profundamente la naturaleza del dinero y la banca en el capitalismo avanzado. Si el Estado, de hecho, transformara el grueso del dinero moderno en dinero fiduciario del modo en que sugieren Benes y Kumhof, sería el fin de la banca capitalista tal y como la hemos conocido durante siglos; el Estado surgiría como el árbitro de la circulación al control de grandes *stocks* de dinero fiduciario. Es bizarro que este importante empoderamiento del Estado pueda considerarse como un fortalecimiento del libre mercado y el capitalismo competitivo.

los movimientos de capital prestable[38]. También complicarían la introducción de la especialización funcional de los bancos, lo que incluye la separación rígida de la banca comercial de la de inversión. Los bancos internacionales contemporáneos tienden a generar liquidez a través de la transacción de títulos en los mercados abiertos precisamente porque se han pasado al comercio en los mercados abiertos a fin de obtener rendimientos. Las funciones de la banca de inversión no son una actividad extraordinaria a la que optan los bancos comerciales sino una parte esencial de su funcionamiento[39]. Bajo estas condiciones, sería necesario un profundo cambio social y político para introducir controles administrativos generalizados a los precios y a las cantidades de crédito.

Cómo hacer frente a la financiarización: algunas observaciones finales

Las dificultades a la hora de regular reflejan el carácter profundamente arraigado de la financiarización, es decir, su lugar estructural e histórico en el desarrollo del capitalismo. La financiarización no es el resultado de las políticas implantadas; ni es un producto del desmantelamiento de la regulación financiera; ni es una tendencia que pueda tratarse únicamente a través del cambio regulatorio. La crisis de 2007 y sus secuelas indican, además, que la financiarización es algo persistente. Hacerle frente y lidiar con sus problemáticas consecuencias, desde el punto de vista de los trabajadores, implica mucho más que una mera intervención en el marco regulatorio de las finanzas.

La principal tesis de este libro es que la financiarización representa una transformación del capitalismo maduro que radica en la alteración de la conducta de las empresas no financieras, los bancos y los hogares. La transformación ha tenido lugar en las últimas cuatro décadas dentro de un «canal de acumulación» determinado por la ideología neoliberal y moldeado por la desregulación de los mercados de trabajo y los financieros. La financiarización tiene también una dimensión subordinada en los países en vías de desarrollo, lo cual refleja la naturaleza jerárquica del mercado internacional y del dinero mundial.

[38] Esto no significa que los controles de la cuenta de capital no sean deseables, especialmente los controles sobre los flujos a corto plazo. La literatura postkeynesiana ha determinado desde hace tiempo el impacto beneficioso que tendrían los controles sobre el crecimiento, especialmente con relación a la fuga de capital (Grabel 2003, 2006). Es destacable que incluso el FMI ha empezado últimamente a darse cuenta de que cierto grado de control de capital podría ser deseable (Ostry *et al.*, 2010). Sin embargo, la factibilidad de los controles de capital generalizados en ausencia de un dinero mundial fiable sigue siendo una cuestión polémica.

[39] Este es un argumento que señala Kregel en relación con la dificultad de volver a la Ley Glass-Steagall. Jan Kregel, «No Going Back: Why We Cannot Restore Glass-Steagall's Segregation of Banking and Finance», *Public Policy Brief 107*, Levy Economics Institute of Bard College, 2010.

La regulación conforme al mercado no plantea ningún tipo de obstáculo para la financiarización, sino lo contrario, a pesar de que también haya fracasado en algunos momentos críticos. Además, la regulación genérica no conforme al mercado como el prestamista de última instancia, las garantías de depósitos y la aplicación de la idea «demasiado grande para quebrar» han sido intervenciones fundamentales para promover la financiarización y han impuesto costes a la sociedad. La regulación sistémica no conforme al mercado, finalmente, requiere de un cambio social y político profundo para poder ser instaurada de nuevo, especialmente para resolver el problema de la necesidad de establecer una forma de dinero mundial fiable. Por eso, no hay sendas claras para hacer frente a la financiarización en lo referente al cambio regulatorio. Esto sin considerar el enorme poder social y político de las finanzas que se acabará movilizando para bloquear las reformas, tanto a nivel nacional como internacional.

Las pobres perspectivas del control regulatorio y el fracaso de la banca privada han puesto en un primer plano la cuestión de la propiedad privada de las instituciones financieras. Si es necesario adoptar una actitud más intervencionista hacia las finanzas en lugar de meramente establecer un marco regulatorio, entonces los derechos de propiedad sobre las instituciones financieras deben ser directamente considerados. Controlar las finanzas como sistema tendría una dimensión distinta si se introdujeran sistemáticamente la propiedad y el control público de los bancos. Cabe señalar que la propiedad pública de los bancos y de otras grandes instituciones financieras es un hecho habitual en el capitalismo financiarizado. Después del derrumbe de Lehman Brothers, se discutió públicamente la expansión de la propiedad pública de los bancos afectados, incluso en EEUU[40]. Las inyecciones de capital en el periodo posterior, tanto en EEUU como en Reino Unido, establecieron efectivamente una fuerte participación pública en la propiedad de la banca.

Sin embargo, la propiedad pública ha sido considerada únicamente como una medida anticrisis que tiene por objetivo restaurar la solvencia de los bancos con el objeto de devolverlos a la propiedad privada. Los gobiernos han rechazado constantemente ejercer un control efectivo sobre los bancos en los que tienen una participación dominante en la propiedad. Por lo general, el objetivo de la nacionalización ha sido devolver los bancos a manos privadas y evitar la pérdida total del capital inyectado. Se ha tratado a las finanzas como si fueran un sector que periódicamente requiere de la propiedad pública para hacer frente a las pérdidas y para prevenir el colapso, para luego devolver esta propiedad a manos privadas una vez que las condiciones de rentabilidad se han estabilizado.

---

[40] Véase, por ejemplo, Adam S. Posen, «A Proven Framework to End the US Banking Crisis Including Some Temporary Nationalizations», 26 de febrero de 2009, en www.piie.com.

Los derechos de propiedad públicos y el control público activo de los bancos permiten, sin embargo, hacer mucho más que gestionar los problemas creados por la propiedad y el control privados. Por un lado, los bancos públicos podrían apoyar la provisión de servicios bancarios a la acumulación real y a los hogares. Como se ha determinado en los capítulos previos, los bancos privados han tenido un mal desempeño a este respecto durante la financiarización. Los estudios ya han sugerido que la provisión de este tipo de crédito es similar a las empresas públicas, como por ejemplo el transporte, la electricidad y el agua[41]. Huelga decir que no se puede hacer una analogía simple entre la provisión de crédito y el funcionamiento de una empresa pública, dado que el crédito no es una mercancía normal sino un conjunto de relaciones económicas basadas en la confianza y la anticipación de los rendimientos. De hecho, en principio, no debería existir una dificultad intrínseca en la gestión pública de los flujos de crédito a los hogares y a las empresas no financieras con tal de alcanzar objetivos establecidos socialmente, así como de eliminar la expropiación financiera.

El crédito público se podría ofrecer a las empresas no financieras para apuntalar la circulación del capital y facilitar los flujos de crédito comercial. Podría ofrecerse también a los hogares, tanto para la vivienda, la educación y la sanidad, como para uniformizar el consumo general. La oferta de crédito público se haría por lo general con la condición del reembolso regular a un tipo de interés determinado públicamente. Los pagos de intereses representarían un cargo público por los servicios que cubriría los costes y expandiría el alcance de la provisión futura de crédito. El tipo de interés y los términos generales del reembolso podrían variar entre prestatarios de acuerdo con objetivos sociales superiores. De este modo, sería posible que los bancos públicos emplearan técnicas de recopilación de información sobre la renta, el empleo y las condiciones personales, y técnicas como la calificación crediticia y la gestión cuantitativa del riesgo. No hay razón para que los bancos públicos no pudieran proporcionar un abanico completo de servicios monetarios a las empresas no financieras y a los hogares, como los pagos, la custodia y la transferencia de valor.

De una forma más amplia, los bancos públicos podrían también entrar en el campo del préstamo a largo plazo para la inversión a gran escala. Se podría asegurar la financiación en una gran variedad de formas, como el acceso preferente a los depósitos y la emisión de bonos garantizados por el Estado. Al fin y al cabo, los bancos privados han sido capaces de crecer enormemente durante los años de la financiarización gracias a las garantías de depósitos implícitas y explícitas; el resultado ha sido el incremento del

---

[41] Ismail Erturk *et al.*, *Memorandum from CRESC to the House of Commons – Treasury*, enero de 2009, en www.publications.parliament.uk.

riesgo moral y el estímulo de los rendimientos privados. Si se eliminaran las garantías públicas, los bancos públicos se beneficiarían de una oferta continua de financiación, en la medida en que los depósitos emigrarían de los bancos privados. Los bancos públicos podrían entonces ser capaces de adoptar un horizonte a más largo plazo en la provisión de crédito y así ayudar a fortalecer el sector productivo y a contrarrestar la financiarización.

La introducción general de la banca pública no debería confundirse con la simple nacionalización de la banca, que, en efecto, ya ha se ha producido bajo las condiciones de financiarización en varias ocasiones; tampoco debería confundirse con la sustitución de los fracasados gestores privados por los burócratas del Estado. En su lugar, los bancos públicos deben tener una responsabilidad social y colectiva, así como adoptar un proceso de decisión transparente rindiendo cuentas de forma completa a organismos democráticos. Los bancos públicos deberían operar como mecanismos de refuerzo en la economía de lo social y lo colectivo a expensas de lo privado y lo particular. Si el interés público estuviera totalmente representado y expresado democráticamente en las finanzas, ayudaría a restablecer el bien público como un motivo superior a la ganancia privada en la economía en general. El espíritu de servicio público sería un paso vital para revertir el ascenso y la consolidación de las finanzas de las últimas décadas, a la vez que sentaría las bases para una transformación más amplia de la economía que sirviera a los intereses de la mayoría.

El restablecimiento de la propiedad y el control públicos de los bancos también daría nuevo espacio para la intervención regulatoria en el ámbito de las finanzas y en el resto de la economía. La financiarización refleja el aumento de la participación de las empresas no financieras en los mercados financieros, así como el giro sistemático de los bancos hacia los mercados financieros. Las ganancias financieras se han generado a través del comercio del capital prestable, lo que incluye la expropiación a las partes implicadas en la transacción. El crecimiento de los mercados financieros tiene, además, implicaciones severas para la organización interna y el desempeño de la empresas no financieras, así como para la política económica. Una medida regulatoria importante para hacer frente a la financiarización sería, por tanto, imponer impuestos a las transacciones financieras, lo que se conoce generalmente como «tasa Tobin»[42].

---

[42] La propuesta de James Tobin era poner pequeños impuestos en las transacciones con divisas para disuadir la entrada de flujos a corto plazo en los mercados de divisas («A Proposal for International Monetary Reform», *Eastern Economic Journal,* núm. 4, 1978). La intención era reducir el riesgo de una retirada repentina de los fondos especulativos y, por tanto, el riesgo de una subida de los tipos de interés. La idea original de un impuesto sobre las transacciones en los mercados de divisas puede de hecho encontrarse en el capítulo XII de la *Teoría general* de Keynes. Cabe señalar que la propuesta de Tobin ha tenido un recorrido muy distinto al que buscaba su instigador. Fue adoptada por los activistas antiglobalización, el foco de atención pasó

La tasa Tobin fue originalmente concebida como un impuesto a las transacciones de divisas. Sin embargo, puede considerarse de forma más amplia, como un impuesto a las transacciones financieras en general que tiene por objetivo disuadir los flujos especulativos de capital prestable que buscan ganancias financieras. El exceso de transacciones de capital prestable en los mercados financieros podría acabar disminuyendo y también la invención sin fin de nuevas formas de comerciar capital prestable por parte de los bancos y otras instituciones financieras. Hacer efectiva la tasa Tobin requeriría probablemente la coordinación internacional entre Estados, aunque hay espacio en la práctica para introducirla a nivel nacional o regional.

Si se restablecieran ampliamente la propiedad y el control públicos en la esfera de las finanzas, la introducción de la tasa Tobin sería probablemente más fácil. Los bancos públicos que operan con espíritu de servicio público se abstendrían más fácilmente del arbitraje regulatorio y aceptarían de forma más natural las restricciones en el comercio en los mercados financieros abiertos. Una presencia más importante de los bancos públicos en el sistema financiero reduciría, además, la capacidad de los bancos privados de influir en el diseño de las políticas. En resumen, el cambio regulatorio se beneficiaría del cambio en las relaciones de propiedad en el sistema financiero. La regulación y la propiedad pública de las finanzas se reforzarían mutuamente.

La financiarización, sin embargo, también se ha fortalecido con la creciente implicación de los hogares en el ámbito de las finanzas. La retirada de la provisión pública en todo el abanico de áreas asociadas con la subsistencia de los trabajadores —la vivienda, la sanidad, la educación y las pensiones, entre otros— ha dado espacio para su provisión privada. Las finanzas privadas han surgido como intermediarias de la provisión privada en estas áreas, a pesar de que no tienen habilidades para proporcionar estos servicios e incluso a pesar de que su desempeño ha sido predatorio y con propensión a las crisis. Hacer frente a la financiarización, por tanto, no implica simplemente la regulación de las prácticas financieras privadas, ni siquiera el establecimiento de instituciones financieras públicas para proveer los servicios necesarios para los hogares. También implica restablecer la provisión pública de bienes y servicios que constituyen un ingreso real para los trabajadores.

En definitiva, hacer frente a la financiarización incluye reafirmar la importancia de la vivienda, la sanidad, la educación y el consumo general como servicios públicos. Esto implica la imposición de un espíritu público

a la posible recaudación del impuesto y se situó en los usos posibles de los fondos por parte del gobierno. Para el objetivo de hacer frente a la financiarización, la intención inicial de Tobin es más importante.

en todos estos campos y el ascenso y consolidación de la noción del derecho a acceder a los bienes y servicios básicos. De este modo, el expansivo poder del dinero quedaría supeditado a la subsistencia de los hogares y los individuos. Se puede ganar margen para la participación de la política en la provisión pública gracias a las nuevas tecnologías y a la oposición de los trabajadores a la monetización de la vida. Huelga decir que no hay posibilidad de volver a los años anteriores al auge del neoliberalismo. Se necesitan nuevas aproximaciones a la provisión pública que incorporen prácticas democráticas y comunales. Sin embargo, no hay duda de la necesidad de fortalecer la provisión pública a la hora de hacer frente a la financiarización.

Es evidente, en este sentido, que oponerse al neoliberalismo es esencial para hacer frente a la financiarización. Las ideas del neoliberalismo —sobre todo las referentes a los mercados y a los impuestos— han allanado el terreno para la financiarización y para una transformación más amplia del capitalismo durante las últimas cuatro décadas. No se puede hacer frente a la financiarización sin restablecer la supremacía ideológica de lo colectivo sobre lo individual y de lo público sobre lo privado. No se puede confrontar el neoliberalismo sin reafirmar la superioridad del interés público sobre las ganancias y los beneficios particulares. No se puede revertir sin aceptar que las autoridades públicas tienen el derecho y la obligación de intervenir en la economía en interés de la mayoría. Sólo sobre esta base sería posible concebir políticas que pudieran restablecer el control sobre el capital a nivel nacional e internacional. En otras palabras, hacer frente a la financiarización es inherentemente una posición que lleva a ideas, políticas y prácticas anticapitalistas y, por esta razón, debería ser parte de la lucha por el socialismo.

BIBLIOGRAFÍA

Aalbers, Manuel B., «The Financialization of Home and the Mortgage Market Crisis», *Competition and Change,* núm. 12:2, 2008, pp. 148-166.

Acemoglu, Daron, y David Autor, «What Does Human Capital Do? A Review of Goldin and Katz's The Race Between Education and Technology», NBER Working Paper, núm. 17820, National Bureau of Economic Research, febrero de 2012.

Acharya, Viral V., y Matthew Richardson, «Causes of the Financial Crisis», *Critical Review*, núm. 21:2, 2009, pp. 195-210.

Acharya, Viral V. y Matthew Richardson, «Repairing a Failed System: An Introduction», *New York University Stern White Papers,* agosto 2008.

Adrian, Tobias, y Adam Ashcraft, «Shadow Banking Regulation», Staff Report, núm. 559, Federal Reserve Bank of New York, 2012.

Adrian, Tobias y Hyon Song Shin, «The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-2009», *Annual Review of Economics,* núm 2, 2010, pp. 603-618.

____ «The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation», *Banque de France Financial Stability Review,* núm. 13, 2009, pp. 1-10.

Aglietta, Michel, «Into the New Growth Regime», *New Left Review,* núm. 54, 2008, pp. 61-74.

____ «Shareholder Value and Corporate Governance: Some Tricky Questions», *Economy and Society,* núm. 29:1, 2000, pp. 146-159.

Aglietta, Michel y Antoine Rebérioux, *Dérives du capitalisme financier,* París, Albin Michel, 2004.

Aglietta, Michel y Régis Breton, «Financial Systems, Corporate Control and Capital Accumulation», *Economy and Society,* núm. 30:4, 2001, pp. 433-466.

Aizenman, Joshua, y Jaewoo Lee, «International Reserves: Precautionary Versus Mercantilist Views: Hypothesis and Evidence», *Open Economies Review,* núm. 18, 2007, pp. 191-214.

____ «International Reserves: Precautionary Verus Mercantilist Views: Theory and Evidence», IMF Working Paper WP/05/198, International Monetary Fund, octubre de 2005.

Aizenman, Joshua y Kenta Inoue, «Central Banks and Gold Puzzles», NBER Working Paper, núm. 17894, National Bureau of Economic Research, 2012.

Aizenman, Joshua y Reuven Glick, «Pegged Exchange Rate Regimes: A Trap?», *Journal of Money, Credit and Banking,* núm. 40:4, 2008, pp. 817-835.

____ «Sterilization, Monetary Policy, and Global Financial Integration», NBER Working Paper, núm. 13902, National Bureau of Ecomomic Research, 2008.

Akyüz, Yılmaz, «Managing Financial Instability in Emerging Markets: a Keynesian Perspective», TWN Global Economy Series, núm. 12, pp. 1-48, Penang: Third World Network; publicado primero en METU Studies in Development, núm. 35:1, 2008.

Albert, Michel, *Capitalism vs. Capitalism: How America's Obsession with Individual Achievement and Short-Term Profit has led it to the Brink of Collapse,* Nueva York, Four Walls Eight Windows, 1993.

Albert, Michel, *Capitalisme Contre Capitalisme,* París, Editions Le Seuil, 1991.

Albritton, Robert, Makoto Itoh, Richard Westra y Alan Zuege (eds), *Phases of Capitalist Development: Booms, Crisis and Globalizations,* Nueva York, Palgrave, 2001.

Alesina, Alberto y Guido Tabellini, «Rules and Discretion with Non-Coordinated Monetary Policies», *Economic Enquiry,* núm. 25:4, 1987, pp. 619-630.

Allen, Franklin y Anthony M. Santomero, «The Theory of Financial Intermediation», *Journal of Banking and Finance,* núm. 21, 1998, pp. 1461-1485.

____ «What Do Financial Intermediaries Do?», *Journal of Banking and Finance,* núm. 25, 2001, pp. 271-294.

Allen, Franklin y Douglas Gale, «Comparative Financial Systems: A Survey», Working Paper, núm. 01-15, Center for Financial Institutions, Wharton, 2001.

____ *Comparing Financial Systems,* Cambridge (MA), MIT Press, 2000.

Allen, Helen, «Innovations in Retail Payments: E-Payments», *Bank of England Quarterly Bulletin,* invierno de 2003, pp. 428-438.

Alvaredo, Facundo y Emmanuel Saez, «Income and Wealth Concentration in Spain from a Historical and Fiscal Perspective», *Journal of the European Economic Association,* núm. 7:5, 2009, pp. 1140-1167.

Amable, Bruno, *The Diversity of Modern Capitalism*, Oxford, Oxford University Press, 2003.

Amin, Samir, *Accumulation on a World Scale,* 2 vols., Nueva York, Monthly Review Press, 1974.

____ *Unequal Development,* Hassocks, Harvester, 1976.

Amiti, Mary y Kevin J. Stiroh, «Is the United States Losing its Productivity Advantage?», *Current Issues in Economics and Finance*, núm. 13:8, 2007, pp. 1-7.

Amromin, Gene y Sujit Chakravorti, «Debit Card and Cash Usage: A Cross-Country Analysis», WP 2007-04, Federal Reserve Bank of Chicago, 2007.

Anderson, Edward, «Openness and Inequality in Developing Countries: A Review of Theory and Recent Evidence», *World Development,* núm. 33:7, 2005, pp. 1045-1063.

Aoki Masahiko, *Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy,* Cambridge, Cambridge University Press, 1988.

____ «The Japanese Firm as a System of Attributes: A Survey and Research Agenda» en Mashiko Aoki y Ronald Dore (eds.), *The Japanese Firm: Sources of Competitive Strength,* Oxford, Clarendon Press, 1994, pp. 11-40.

____ «Toward and Economic Model of the Japanese Firm», *Journal of Economic Literature,* núm. 28, 1990, pp. 1-27.

Aoki Masahiko y Gregory Jackson, «Understanding an Emergent Diversity of Non-Financial Governance and Organizational Architecture: An Essentiality-Based Analysis», *Industrial and Non-Financial Change,* núm. 17, 2008, pp. 1-27.

Aoki Masahiko y Hugh Patrick (eds.), *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies,* Nueva York, Oxford University Press, 1994.

Arestis, Philip y Malcolm Sawyer, «Can Monetary Policy Affect the Real Economy?», Working Paper, núm. 355, The Levy Economics Institute, 2002.

Arestis, Philip y Malcolm Sawyer, «Inflation Targeting: A Critical Appraisal», Working Paper, núm. 388, The Levy Economics Institute, 2003.

Aristotle, *Nicomachean Ethics,* Cambridge (MA), Harvard University Press, 1926.

Aristóteles, *Politics,* Cambridge (MA), Harvard University Press, 1932.

Arrighi, Giovanni, *Adam Smith in Beijing: Lineages of the Twenty-First Century,* Londres, Verso, 2007.

____ «Financial Expansions in World Historical Perspective: A Reply to Robert Pollin», *New Left Review,* núm. 224, 1997, pp. 154-159.

____ *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Times,* Londres, Verso, 1994.

____ «The Social and Political Economy of Global Turbulence», *New Left Review,* núm. 20, 2003, pp. 5-71.

Arrighi, Giovanni y Jason W. Moore, «Capitalist Development in World Historical Perspective» en Robert Albritton, Makoto Itoh, Richard Westra y Alan Zuege (eds.), *Phases of Capitalist Development: Booms, Crises and Globalization,* Londres, Palgrave Macmillan, 2001.

Arrighi, Giovanni y Beverly J. Silver, *Chaos and Governance in the Modern World System,* Minneapolis, University of Minnesota Press, 1999.

Arthur, Christopher J., «Money and Exchange», *Capital and Class,* núm. 30:3, 2006, pp. 7-35.

____ «Money and the form of value», en Riccardo Bellofiore y Nicola Taylor (eds.), *The Constitution of Capital*, Nueva York, Palgrave Macmillan, 2004.

Atkinson, Anthony, Thomas Piketty y Emmanuel Saez, «Top Incomes in the Long Run of History», *Journal of Economic Literature,* núm. 49:1, 2011, pp. 3-71.

Autor, David y David Dorn, «The Growth of Low Skill Service Jobs and the Polarization of the US Labor Market», Cambridge (MA), MIT Department of Economics, 2012.

Autor, David, Lawrence Katz y Melissa Kearney, «The Polarization of the US Labor Market», *American Economic Review,* núm. 96:2, 2006, pp. 189-94.

Autor, David, Frank Levy y Richard Murnane, «The Skill Content of Recent Technological Innovation: An Empirical Investigation», *Quarterly Journal of Economics,* núm. 118:4, 2003, pp. 1279-333.

____ «Upstairs, Downstairs: Computer-Skill Complementarity and Computer-Labor Substitution on Two Floors of a Large Bank», NBER Working Paper, núm. 7890, National Bureau of Economic Research, 2000.

Bagehot, Walter, «Lombard Street» en Norman St John-Stevas (ed.), *The Collected Works of Walter Bagehot,* vol. 9, Londres, The Economist, 1978.

Bairoch, Paul, *Economics and World History*, Hemel Hempstead, Harvester Wheatsheaf, 1993.

Bairoch, Paul y Richard Kozul-Wright, «Globalization Myths: Some Historical Reflections on Integration, Industrialization and Growth in the World Economy», UNCTAD Discussion Papers, núm. 113, marzo de 1996.

Baker, Dean, Gerald Epstein y Robert Pollin, *Globalization and Progressive Economic Policy,* Cambridge, Cambridge University Press, 1998.

Banaji, Jairus, *Agrarian Change in Late Antiquity: Gold, Labour, and Aristocratic Dominance*, Oxford, Oxford University Press, 2001.

Bank for International Settlements (BIS), «Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks», enero de 1996, disponible en bis.org.

____ «Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems», diciembre de 2010 (revisado en junio de 2011).

____ «Implications for Central Banks of the Development of Electronic Money», octubre de 1996.

____ «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards», julio de 1988.

____ «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework», Comprehensive Version», junio de 2006.

____ «Risk Management for Electronic Banking and Electronic Money Activities», Basel Committee on Banking Supervision, marzo de 1998.

____ «Security of Electronic Money», *Report by the Committee on Payment and Settlement Systems and the Group of Computer Experts of the Central Banks of the Group of Ten Countries,* agosto de 1996.

____ «Semiannual OTC Derivatives Statistics at End-June 2011», 2011.

____ «Statistics on Payment and Settlement Systems in Selected Countries», Committee on Payment and Settlement Systems, julio de 2002.

____ «Statistics on Payment and Settlement Systems in Selected Countries», Committee on Payment and Settlement Systems, marzo de 2007.

____ «Survey of Developments in Electronic Money and Internet and Mobile Payments», marzo de 2004.

____ «Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010 - Final Results», diciembre de 2010.

Baran, Paul A. y Paul M. Sweezy, *Monopoly Capital,* Nueva York, Monthly Review Press, 1966.

Barro, Robert y David Gordon, «A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model», *Journal of Political Economy*, núm. 91:4, 1983, pp. 589-610.

Barro, Robert y David Gordon, «Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy», *Journal of Monetary Economics,* núm. 12:1, 1983, pp. 101-121.

Barshay, Andrew, *The Social Sciences in Modern Japan: The Marxian and Modernist Traditions,* Berkeley, University of California Press, 2004.

Barratt Brown, Michael, *After Imperialism,* Nueva York, Humanities, 1970, p. 322.

____ *The Economics of Imperialism,* Harmondsworth, Penguin, 1974.

____ *Essays on Imperialism,* Nottingham, Spokesman, 1972.

Basu, Susanto, John Fernald y Matthew Shapiro, «Productivity Growth in the 1990s: Technology, Utilization, or Adjustment», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, núm. 55, 2001, pp. 117-165.

Basu, Susanto, John Fernald, Nicholas Oulton y Sylaja Srinivasan, «The Case of the Missing Productivity Growth: Or, Does Information Technology Explain why Productivity Accelerated in the United States but not the United Kingdom?», Working Paper, núm. 2003-08, Federal Reserve Bank of Chicago, 2003.

Bauer, Otto, *The Question of Nationalities and Social Democracy,* Minneapolis, University of Minnesota Press, 2000.

Bean, Charles, «Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?», *Revue d'Economie Politique,* núm. 110:6, 2003, pp. 787-807.

Bebchuk, Lucian A., «How to Make TARP II Work», *Harvard Law and Economics Discussion Paper,* núm. 626, Harvard Law School, febrero de 2009.

Becker, David y Richard Sklar, *Postimperialism and World Politics,* Londres, Praeger, 1999.

Becker, David, Jeff Frieden, Sayre Schatz y Richard Sklar, *Postimperialism: International Capitalism and Development in the Late Twentieth Century,* Boulder, Rienner Publishers, 1987.

Becker, Joachim y Johannes Jaeger, «Development Trajectories in the Crisis in Europe», *Debate: Journal of Contemporary Central and Eastern Europe,* núm. 18:1, 2010, pp. 5-27.

Becker, Joachim, Johannes Jaeger, Bernhard Leubolt y Rudy Weissenbacher, «Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective», *Competition and Change,* núm. 14:3/4, 2010, pp. 225-247.

Benes, Jaromir y Michael Kumhof, «The Chicago Plan Revisited», IMF Working Paper WP/12/202, International Monetary Fund, agosto de 2012.

Berger, Allen y Gregory Udell, «Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance», *Journal of Business,* núm. 68:3, 1995, pp. 351-381.

____ «Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The Importance of Bank Organisational Structure», *Economic Journal,* núm. 112, febrero de 2002, pp. 32-53.

____ «Small Business and Debt Finance» en Zoltán J. Ács y David Audretsch (eds.), *Handbook of Entrepreneurship Research,* Boston, Kluwer Academic Publishers, 2003.

Berger, Allen, Leora Klapper y Gregory Udell, «The Ability of Banks to Lend to Informationally Opaque Small Businesses», *Journal of Banking and Finance*, núm. 25, 2001, pp. 2127-2167.

Berger, Allen, Nathan Miller, Mitchell Petersen, Raghuram Rajan y Jeremy Stein, «Does Function Follow Organizational Form? Evidence From the Lending Practices of Large and Small Banks», *Journal of Financial Economics,* núm. 76, 2005, pp. 237-269.

Berle, Adolph y Gardiner Means, *The Modern Corporation and Private Property,* Nueva York, Macmillan, 1932.

Bernanke, Ben, «The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit», comentario en la Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond (VA), 10 de marzo de 2005, disponible en federalreserve.gov.

____ «The Great Moderation», encuentro de la Eastern Economic Association, Washington DC, 20 de febrero de 2004, disponible en federalreserve.gov.

____ «Some Reflections on the Crisis and the Policy Response», Russell Sage Foundation and the Century Foundation conference on «Rethinking Finance», Nueva York, 13 de abril de 2012, disponible en federalreserve.gov.

____ «The Subprime Mortgage Market», discurso en la Federal Reserve Bank of Chicago's 43rd Annual Conference on Bank Structure and Competition, Chicago, 17 de mayo de 2007, disponible en federalreserve.gov.

Bernanke, Ben y Mark Gertler, «Monetary Policy and Asset Price Volatility», *Economic Review,* núm. 4, 1999, pp. 18-51.

Bernanke, Ben, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin y Adam Posen, *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience,* Princeton (NJ), Princeton University Press, 1999.

Bernanke, Ben, Vincent Reinhart y Brian Sack, «Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment», *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 2, 2004, pp. 1-78.

Bernstein, Eduard, *Evolutionary Socialism,* Nueva York, Schocken, 1961.

Biccheti, David y Nicolas Maystre, «The Synchronized and Long-Lasting Structural Change on Commodity Markets: Evidence from High-Frequency Data», MPRA Paper, núm. 37486, UNCTAD, 2012.

Blackburn, Robin, *Age Shock: How Finance Is Failing Us,* Londres, Verso, 2007.

____ *Banking on Death, or Investing in Life: The History and Future of Pensions*, Londres, Verso, 2002.

____ «Finance and the Fourth Dimension», *New Left Review,* núm. 39, 2006, pp. 39-70.

____ «How to Rescue a Failing Pension Regime: The British Case», *New Political Economy,* núm. 9:4, 2004, pp. 559-79.

Bloom, Nick, Raffaella Sadun y John van Reenen, «It Ain't What You Do It's The Way That You Do I.T.: Testing Explanations of Productivity Growth Using US Affiliates», Centre for Economic Performance, London School of Economics, 2005.

Boeschoten, Willem y Gerrit E. Hebbink, «Electronic Money, Currency Demand and Seignorage Loss in the G10 Countries», Econometric Research and Special Studies Department, De Nederlandsche Bank, NV, 1996.

Bonefeld, Werner, «Europe, the Market and the Transformation of Democracy», *Journal of Contemporary European Studies,* núm. 13:1, 2005, pp. 93-106.

____ «Politics of European Monetary Union: Class, Ideology and Critique», *Economic and Political Weekly,* núm. 33:35, 1998, pp. 55-69.

Bonefeld, Werner y John Holloway, *Global Capital, National State and the Politics of Money,* Londres, Macmillan, 1995.

Boonstra, Wim, «How EMU Can Be Strengthened by Central Funding of Public Deficits», en *The Creation of a Common European Bond Market,* Cahier Comte, Boel, núm. 14, ELEC, marzo de 2010.

Boot, Arnold y Anjan Thakor, «Financial System Architecture», *Review of Financial Studies,* núm. 10:3, 1997, pp. 693-733.

Bordo, Michael y David Wheelock, «Price Stability and Financial Stability: The Historical Record», *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review,* núm. 80:4, 1998, pp. 41-62.

Bordo, Michael, Michael J. Dueker y David Wheelock, «Aggregate Price Shocks and Financial Instability: A Historical Analysis», Working Paper, núm. 2000-005B, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2000.

Borio, Claudio, «The Macroprudential Approach to Regulation and Supervision», Vox-EU.org, 14 de abril de 2009.

Boron, Atilio A., *Empire and Imperialism: A Critical Reading of Michael Hardt and Antonio Negri,* Londres, Zed Books, 2005.

Bowring, Finn, «From the Mass Worker to the Multitude: A Theoretical Contextualisation of Hardt and Negri's Empire», *Capital and Class,* núm. 83, verano de 2004, pp. 101-32.

Boyd, John H. y Edward C. Prescott, «Financial Intermediary-Coalitions», *Journal of Economic Theory,* núm. 38, 1986, pp. 211-232.

Boyer, Robert, «Feu le régime d'accumulation tiré par la finance: La crise des subprimes en perspective historique», *Revue de la régulation,* núm. 5, primavera de 2009.

____ «Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis», *Economy and Society,* núm. 29:1, 2000, pp. 111-145.

Braudel, Fernand, *Civilization and Capitalism, 15th-18th Century: The Wheels of Commerce,* Berkeley, University of California Press, 1982.

Braverman, Harry, *Labor and Monopoly Capital: The Degradation of Work in the Twentieth Century,* Nueva York, Monthly Review Press, 1974.

Brenner, Robert, *The Boom and the Bubble: The US in the World Economy,* Londres, Verso, 2002.

____ «The Economics of Global Turbulence», *New Left Review,* núm. 229, 1998, pp. 12-64.

____ *The Economics of Global Turbulence,* Londres, Verso, 2006.

____ «New Boom or New Bubble», *New Left Review,* núm. 25, 2004, pp. 57-100.

____ «What Is Good for Goldman Sachs: The Origins of the Current Crisis», nueva introducción a la edición de 2009 de *The Economics of Global Turbulance,* Londres, Verso.

Brenner, Robert y Mark Glick, «The Regulation Approach: Theory and History», *New Left Review,* núm. 188, 1991, pp. 45-119.

Bresnahan, Timothy y Manuel Trajtenberg, «General Purpose Technologies: "Engines of Growth?"», NBER Working Paper, núm. 4148, National Bureau of Economic Research, 1992.

Bresnahan, Timothy, Erik Brynjolfsson, y Loren Hitt, «Information Technology, Workplace Organization, and the Demand for Skilled Labor: Firm-*Economic Journal,* Level Evidence», *Quarterly Journal of Economics,* núm. 117:1, 2002, pp. 339-376.

Brewer, Anthony, *Marxist Theories of Imperialism,* Londres, Routledge, 1990.

____ *Banking in Africa,* Oxford, Currey, 1998.

Bruegel, Irene y Diane Perrons, «Deregulation and Women's Employment: The Diverse Experiences of Women in Britain», *Feminist Economics,* núm. 4:1, 1998, pp. 71-101.

Brunnermeier, Markus K., y Lasse Heje Pedersen, «Market Liquidity and Funding Liquidity», *Review of Financial Studies*, núm. 22:6, 2009, pp. 2201-2238.

Bryan, Dick y Michael Rafferty, *Capitalism with Derivatives: A Political Economy of Financial Derivatives, Capital and Class,* Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2006.

Bryant, John, «A Model of Reserves, Bank Runs, and Deposit Insurance», *Journal of Banking and Finance,* núm. 4, 1980, pp. 335-344.

Brynjolfsson, Erik y Lorin Hitt, «Beyond Computation: Information Technology, Organizational Transformation and Business Performance», *Journal of Economic Perspectives,* núm. 14:4, 2000, pp. 23-48.

____ «Computing Productivity: Firm-Level Evidence», MIT-Sloan Working Paper, núm. 4210-01, 2003.

Brynjolfsson, Erik, Lorin Hitt y Shinkyu Yang, «Intangible Assets: Computers and Organizational Capital», *Brookings Papers on Economic Activity: Macroeconomics,* vol. 1, 2002, pp. 137-199.

Buiter, Willem y Anne Sibert, «The Central Bank as the Market-Maker of Last Resort: From Lender of Last Resort to Market-Maker of Last Resort» en Andrew Felton y Carmen Reinhart (eds.) *The First Global Financial Crisis of the 21st Century,* Londres, Center for Economic Policy Research (CERP), 2007, disponible en: VoxEU.org.

Buiter, Willem, «New Developments in Monetary Economics: Two Ghosts, Two Eccentricities, a Fallacy, a Mirage and a Mythos», *Economic Journal,* núm. 115, 2005, pp. C1-C31.

____ «The "Good Bank" Solution», *Financial Times* (online), 29 de enero de 2009.

Bukharin, Nikolai, *The Economics of the Transformation Period (with Lenin's critical remarks),* Nueva York, Bergman, 1979; también publicado en *The Politics and Economics of the Transition Period*, Londres, Routledge & Kegan Paul, 1971 [1920].

____ *Imperialism and World Economy*, Londres, Merlin, 1972 [1915].

Bulow, Jeremy y Paul Klemperer, «Reorganising the Banks: Focus on the Liabilities, Not the Assets», VoxEU.org, 21 de marzo de 2009.

Burawoy, Michael, *Manufacturing Consent: Changes in the Labor Process Under Capitalism,* Chicago, University of Chicago Press, 1979.

Bussiere, Matthieu y Christian Mulder, «External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion», IMF Working Paper WP/99/88, International Monetary Fund, julio de 1999.

Cable, John, «Capital Market Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks», *Economic Journal,* núm. 95:377, 1985, pp. 118-132.

Callinicos, Alex, *Bonfire of Illusions,* Nueva York, John Wiley, 2010.

Cameron, Rondo (ed.), *Banking in the Early Stages of Industrialisation: A Study in Comparative Economic History,* Nueva York, Oxford University Press, 1967.

Cameron, Rondo y V. I. Bovykin (eds), *International Banking,* Nueva York, Oxford University Press, 1991.

Campbell, Martha, «The Credit System» en Martha Campbell y Geert Reuten (eds.), *The Culmination of Capital: Essays on Volume III of Marx's Capital,* Londres, Palgrave, 2002.

Caprio, Gerard y Daniela Klingebiel, «Bank Insolvencies: Cross-Country Experience», Policy Research Working Paper, núm. 1620, Washington DC, World Bank, 1996.

Carchedi, Guglielmo, «The EMU, Monetary Crisis, and the Single European Currency», *Capital and Class,* núm. 19:63, 1997, pp. 85-112.

Card, David y Thomas Lemieux, «Can Falling Supply Explain the Rising Return to College for Younger Men? A Cohort-Based Analysis», *Quarterly Journal of Economics,* núm. 116:2, 2001, pp. 705-746.

Case, Karl y Robert Shiller, «Is There a Bubble in the Housing Market?», *Brookings Papers on Economic Activity,* núm. 2, 2003, pp. 299-362.

Castells, Manuel, *End of Millenium, vol. 3 The Information Age: Economy, Society and Culture*, Oxford, Blackwell, 2000.

____ *The Internet Galaxy,* Oxford, Oxford University Press, 2001.

____ *The Power of Identity, vol. 2 The Information Age: Economy, Society and Culture*, Oxford, Blackwell, 1997.

____ *The Rise of the Network Society, vol. 1 The Information Age: Economy, Society and Culture,* Oxford, Blackwell, 2000.

Chandrasekhar, C.P., «Finance and the Real Economy: The Global Conjuncture», ponencia en la ERC/METU International Conference in Economics VI, Ankara, Turquía, 11-12 de septiembre de 2002.

____ «Global Liquidity and Financial Flows to Developing Countries: New Trends in Emerging Markets and Their Implications», G24 Discussion Paper Series, núm. 52, UNCTAD, 2008.

Chesnais, François, «The Economic Foundations of Contemporary Imperialism», *Historical Materialism,* núm. 15:3, 2007, pp. 121-142.

____ «Mondialisation du capital et régime d'accumulation à dominante financiére», *Agone,* núm. 16, 1996; también en *Hermès*, 29 noviembre de 2009.

____ (ed.), *La mondalisation financière: Genèse, enjeux et coûts*, París, Syros, 1996.

____ «La théorie du régime d'accumulation financiarisé: contenu, portée et interrogations», Forum de la regulation, París, 11-12 de octubre de 2001.

Claessens, Stijn, y Tom Glaessner, «The Internationalization of Financial Services in Asia», *Policy Research Working Paper,* núm. 1911, Washington DC, World Bank, 1998.

Claessens, Stijn, Tom Glaessner y Daniela Klingebiel, «Electronic Finance: Reshaping the Financial Landscape Around the World», *Journal of Financial Research,* núm. 22, 2002, pp. 29-61.

Claessens, Stijns, Asli Demirgüç-Kunt y Harry Huizinga, «How Does Foreign Bank Entry Affect Domestic Banking Markets?», *Journal of Banking and Finance,* núm. 25, 2001, pp. 891-911.

Clark, Gordon L., *Pension Fund Capitalism,* Oxford, Oxford University Press, 2000.

Clark, Ian, «Owners and Managers: Disconnecting Managerial Capitalism? Understanding the Private-Equity Business Model», *Work, Employment and Society,* núm. 23, 2009, pp. 775-86.

Clarke, George, Robert Cull, Maria Peria, y Susana Sanchez, «Foreign Bank Entry: Experience, Implications for Developing Economies and Agenda for Further Research», *The World Bank Research Observer,* núm. 18:1, 2003, pp. 25-59.

Coates, David (ed.), *Varieties of Capitalism, Varieties of Approaches,* Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2005.

Cohen, Benjamin J., «Electronic Money: New Day or False Dawn?», *Review of International Political Economy,* núm. 8:2, verano de 2001, pp. 197-225.

Cohen, Edward E., *Athenian Economy and Society: A Banking Perspective*, Princeton, Princeton University Press, 1992.

Committee for the Study of Economic and Monetary Union, *Report on Economic and Monetary Union in the European Community,* CB-56-89-401-EN-C, Luxemburgo, Office for Official Publications of the European Communities, 1989.

Corbett, Jenny y Tim Jenkinson, «The Financing of Industry, 1970-1989: An International Comparison», *Journal of the Japanese and International Economies,* núm. 10:1, 1996, pp. 71-96.

Corbett, Jenny y Tim Jenkinson, «How Is Investment Financed? A Study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States», *The Manchester School,* núm. 65, suplemento, 1997, pp. 69-93.

Corpataux, José, Olivier Crevoisier y Thierry Theurillat, «The Expansion of the Finance Industry and Its Impact on the Economy: A Territorial Approach Based on Swiss Pension Funds», *Economic Geography,* núm. 85:3, 2009, pp. 313-34.

Corrigan, E. Gerald, «Are Banks Special? - A Revisitation», *The Region*, The Federal Reserve Bank of Minneapolis, marzo de 2000, disponible en minneapolisfed.org.

Corsetti, Giancarlo, «The "Original Sin" in the Eurozone», VoxEU.org, 9 de mayo de 2010.

Cox, Robert, «Democracy in Hard Times: Economic Globalization and the Limits to Liberal Democracy» en Anthony McGrew (ed.), *The Transformation of Democracy? Globalization and Territorial Democracy*, Malden (MA), Blackwell, 1997, pp. 49-72.

Cox, Robert, «Globalization, Multilateralism, and Democracy» en Richard Cox y Timothy Sinclair (eds.), *Approaches to World Order,* Nueva York, Cambridge University Press, 1996, pp. 524-536.

Crompton, Rosemary y Fiona Harris, «Explaining Women's Employment Patterns», *British Journal of Sociology,* núm. 49:1, 1998, pp. 118-136.

Crotty, James, «Owner-Manager Conflict and Financial Theory of Investment Stability: A Critical Asessment of Keynes, Tobin, and Minsky», *Journal of Post Keynesian Economics,* núm. 12:4, 1990, pp. 519-542.

____ «Profound Structural Flaws in the US Financial System That Helped Cause the Financial Crisis», *Economic and Political Weekly,* núm. 44:13, 2009, pp. 127-135.

____ «Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the "New Financial Architecture"», Working Paper, núm. 180, Political Economy Research Institute, 2008.

Crotty, James y Gerald Epstein, «Proposals for Effectively Regulating the US Financial System to Avoid yet Another Meltdown», Working Paper, núm. 181, Political Economy Research Institute, 2008.

____ «Regulating the US Financial System to Avoid Another Meltdown», *Economic and Political Weekly,* núm. 44:13, 2009, pp. 87-93.

D'Amico, Stafania y Thomas B. King, «Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases», *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series,* núm 52, 2010.

Dallery, Thomas, «Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization», *Review of Radical Political Economics,* núm. 41:4, 2009, pp. 492-515.

Dalton, George, «Primitive Money», *American Anthropologist,* núm. 67:1, febrero de 1965, pp. 44-65.

David, Paul A., «The Dynamo and the Computer: An Historical Perspective on the Modern Productivity Paradox», *American Economic Review,* núm. 80:2, 1990, pp. 355-361.

Day, Richard B., *The Crisis and the Crash*, Londres, NLB, 1981.

De Brunhoff, Suzanne, *Marx on Money,* Nueva York, Urizen Books, 1976.

De Grauwe, Paul, «The ECB as a Lender of Last Resort», VoxEU, octubre de 2011.

____ «The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?», CESifo Working Paper, núm. 3569, septiembre de 2011.

____ «The Governance of a Fragile Eurozone», CEPS Working Document, núm. 346, Centre for European Policy Studies, mayo de 2011.

____ «There is More to Central Banking Than Inflation Targeting» en Andrew Felton y Carmen Reinhart, *The First Global Financial Crisis of the 21st Century,* VoxEU-Center for Economic Policy Research, 2007.

De Grauwe, Paul, y Wim Moesen, «Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond», *Intereconomics,* núm. 44:3, 2009, pp. 132-135.

De Grauwe, Paul y Yuemei Ji, «Mispricing of Sovereign Risk and Multiple Equilibria in the Eurozone», CEPS Working Document, núm. 361, Centre for European Policy Studies, enero de 2012.

De Paula, João Antonio, Hugo E. A. da Gama Cerqueira, Alexandre Mendes Cunha, Carlos Eduardo Suprinyak, Leonardo Gomes de Deus, Eduardo da Motta e Albuquerque, Guilherme Habib Santos Curi y Marco Túlio Vieira, «Marx in 1869: Notebook B113, The Economist and The Money Market Review», Discussion Paper, núm. 417, Cedeplar, Universidade Federal de Minas Gerais, 2011.

De Roover, Raymond, *L'Evolution de la Lettre de Change*, París, Librairie Armand Colin, 1953.

____ *The Medici Bank: Its Organization, Management, Operations, and Decline*, Nueva York, Nueva York University Press, 1948.

____ *The Rise and Decline of the Medici Bank*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 1963.

De Ste. Croix, Geoffrey Ernest Maurice, «Ancient Greek and Roman Maritime Loans» en Harold Edey y Basil Yamey, *Debits, Credits, Finance and Profits,* Londres, Sweet and Maxwell, 1974.

DeFerrari, Lisa y David E. Palmer, «Supervision of Large Complex Banking Organizations», *Federal Reserve Bulletin,* febrero de 2001, pp. 47-57.

Delpla, Jacques y Jakob von Weizsäcker, «The Blue Bond Proposal», Bruegel Policy Brief 2010/13, mayo de 2010.

Demirgüç-Kunt, Asli y Ross Levine, «Bank Based and Market Based Financial Systems: Cross Country Comparisons», World Bank Policy Research Working Pape, núm. 2143, 1999.

____ «Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth: An Overview», *The World Bank Economic Review,* núm. 10:2, 1996, pp. 223-239.

Detragiache, Enrica, Thierry Tressel y Poonam Gupta, «Foreign Banks in Poor Countries: Theory and Evidence», IMF Working Paper, núm. 06/18, International Monetary Fund, 2006.

Dew-Becker, Ian y Robert J. Gordon, «Where Did the Productivity Growth Go? Inflation Dynamics and the Distribution of Income», NBER Working Paper,

núm. 11842, National Bureau of Economic Research, 2005.

Diamond, Douglas, «Financial Intermediation and Delegated Monitoring», *Review of Economic Studies,* núm. 51, 1984, pp. 393-414.

Diamond, Douglas y Philip Dybvig, «Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity», *Journal of Political Economy,* núm. 91, 1983, pp. 401-19.

Diamond, Douglas, y Raghuram Rajan, «Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking», *Journal of Political Economy*, núm. 109:2, 2001, pp. 287-327.

Diaz-Alejandro, Carlos, «Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash», *Journal of Development Economics,* núm. 19:1-2, 1985, pp. 1-24.

Dixon, Adam D., «The Rise of Pension Fund Capitalism in Europe: An Unseen Revolution?», *New Political Economy,* núm. 13:3, 2008, pp. 249-270.

Dobb, Maurice, *Political Economy and Capitalism,* Londres, Routledge / Kegan Paul, 1937.

____ *Studies in the Development of Capitalism,* Londres, Routledge / Kegan Paul, 1946.

____ *Theories of Value and Distribution,* Cambridge, Cambridge University Press, 1973.

Dodd, Randall, «Subprime: Tentacles of a Crisis», *Finance and Development,* diciembre de 2007, pp. 15-19.

Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau y Peter Garber, «An Essay on the Revived Bretton Woods System», NBER Working Paper, núm. 9971, National Bureau of Economic Research, 2003.

Dore, Ronald, «Financialization of the Global Economy», *Industrial and Corporate Change*, núm. 17:6, 2008, pp. 1097-1112.

Dore, Ronald, *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism,* Oxford, Oxford University Press, 1998.

Dorn, James A. (ed.), *The Future of Money in the Information Age,* Washington DC, The Cato Institute, 1996.

Dos Santos, Paulo, «Foreign Capital and Familial Control in Philippine Banking: Essays on Method, Accommodation and Competition», Tesis doctoral no publicada, University of London, 2007.

____ «On the Content of Banking in Contemporary Capitalism», *Historical Materialism,* núm. 17:2, 2009, pp. 180-213; también publicado en Lapavitsas (ed.), *Financialisation in Crisis,* pp. 83-118.

Drehmann, Mathias, Charles Goodhart y Malte Krueger, «Challenges to Currency», *Economic Policy,* abril de 2002, pp. 195-227.

Duffie, Darrell, *How Big Banks Fail and What to Do About It,* Princeton (NJ), Princeton University Press, 2011.

Duffie, Darrell y Kenneth Singleton, *Credit Risk: Pricing, Measurement, and Management,* Princeton (NJ), Princeton University Press, 2003.

Duménil, Gérard y Dominique Lévy, *Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution,* Cambridge (MA), Harvard University Press, 2004.

____ «Costs and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis», *Review of International Political Economy,* núm. 8:4, 2001, pp. 578-607.

____ *The Crisis of Neoliberalism,* Cambridge (MA), Harvard University Press, 2011.

____ «Finance and Management in the Dynamics of Social Change (Contrasting Two Trajectories: United States and France)», 26 de junio de 2006, disponible en www.jourdan.ens.fr/levy.

____ «The Real and Financial Components of Profitability (United States, 1952-2000)», *Review of Radical Political Economics,* núm. 36:1, 2004, pp. 82-110.

Dupuy, Claude, Stéphanie Lavigne y Dalia Nicet-Chenaf, «Does Geography Still Matter? Evidence on the Portfolio Turnover of Large Equity Investors and Varieties of Capitalism», *Economic Geography,* núm. 81:1, 2010, pp. 75-98.

Dutt, Amitava Krishna, «Maturity, Stagnation and Consumer Debt: A Steindlian Approach», *Metroeconomica,* núm. 57, 2005, pp. 339-364.

Dymski, Gary, «Genie out of the Bottle: The Evolution of Too-Big-to-Fail Policy and Banking Strategy in the US», ponencia presentada en la Post-Keynesian Studies Group meeting at SOAS, University of London, 8 de junio de 2011, disponible en post-keynesian.net.

____ «Racial Exclusion and the Political Economy of the Sub-Prime Crisis», *Historical Materialism,* núm. 17:2, 2009, pp. 149-79; tambien publicado en C. Lapavitsas (ed.), *Financialisation in Crisis,* pp. 51-82.

Easley, David, Marcos Lopez de Prado y Marueen O'Hara, «The Microstructure of the Flash Crash: Flow Toxicity, Liquidity Crashes, and the Probability of Informed Trading», *The Journal of Portfolio Management,* núm. 37:2, 2011, pp. 118-128.

Eatwell, John y Lance Taylor, *Global Finance at Risk,* Cambridge, Polity Press, 2000.

Edwards, Franklin R., *The New Finance: Regulation and Financial Stability*, Washington DC, AEI Press, 1996.

Edwards, Jeremy y Sheilagh Ogilvie, «Universal Banks and German Industrialization: A Reappraisal», *Economic History Review,* núm. 49:3, 1996, pp. 427-446.

Edwards, Richard, *Contested Terrain: The Transformation of the Workplace in the Twentieth Century,* Nueva York, Basic Books, 1979.

Eichengreen, Barry y Ricardo Hausmann, «Exchange Rates and Financial Fragility», ponencia en el simposio «New Challenges for Monetary Policy», Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999, pp. 329-368.

Einaudi, Luigi, «The Medieval Practice of Managed Currency» en Arthur David Gayer (ed.), *The Lessons of Monetary Experience: Essays in Honor of Irving Fisher,* Londres, George Allen & Unwin, 1970.

____ «The Theory of Imaginary Money from Charlemagne to the French Revolution» en Frederic Lane y Jelle Riemersma (eds.), *Enterprise and Secular Change Homewood,* traducción de la «Teoria della moneta immaginaria nel tempo del Carlomagno alla rivoluzione francese», *Rivista di storia economia I,* 1936, pp. 1-35.

Elkholy, Sherif Hesham, «Political Economy of Securitization and Development: The Case of Egypt», Tesis doctoral no publicada, University of London, 2010.

Engelen, Ewald, Martijn Konings y Rodrigo Fernandez, «Geographies of Financialization in Disarray: The Dutch Case in Comparative Perspective», *Economic Geography,* núm. 86:1, 2010, pp. 53-73.

____ «The Case for Financialization», *Competition and Change*, núm. 12, 2008, pp. 111-119.

____ «The Logic of Funding European Pension Restructuring and the Dangers of Financialiation», *Environment and Planning A,* núm. 35, 2003, pp. 1357-1372.

Epstein, Gerald (ed.), *Financialization and the World Economy,* Cheltenham, Edward Elgar, 2005.

Epstein, Gerald y Arjun Jayadev, «The Rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity», en Gerald Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy,* Cheltenham, Edward Elgar, 2005, pp. 46-74.

Ergüneş, Nuray, «Global Integration of the Turkish Economy in the Era of Financialisation», RMF Discussion Paper, núm. 7, 2009; también publicado en Lapavitsas (ed.), *Financialisation in Crisis.*

Erturk, Ismail, Julie Froud, Sukhdev Johal, Adam Leaver y Karel Williams (eds), *Financialization at Work,* Londres, Routledge, 2008.

____ *Memorandum from CRESC to the House of Commons - Treasury,* enero de 2009, disponible en www. publications.parliament.uk.

European Central Bank, «Electronic Money System Security Objectives», mayo de 2003.

____ «Electronification of Payments in Europe», *Monthly Bulletin,* mayo en 2003, pp. 61-72.

____ «Issues Arising from the Emergence of Electronic Money», *Monthly Bulletin,* noviembre de 2000, pp. 49-60.

European Commission, «Evaluation of the E-Money Directive (2000/46/EC)», submitted by the Evaluation Partnership for the DG Internal Market, febrero de 2006.

European Monetary Institute (EMI) Directive, «Directive 2000/28/EC of the European Parliament and of the Council of 18 September, Amending Directive 2000/12/EC Relating to the Taking Up and Pursuit of the Business of Credit Institutions», *Official Journal of the European Union,* núm. 275, 27 de octubre de 2000, pp. 37-8.

European Monetary Institute (EMI) Directive, «Directive 2000/46/EC of the European Parliament and of the Council of 18 September 2000 on the Taking Up, Pursuit of and Prudential Supervision of the Business of Electronic Money Institutions», *Official Journal of the European Union,* núm. 275, 27 de octubre de 2000, pp. 39-43.

European Monetary Institute (EMI) Report, «Report to the Council of the European Monetary Institute on Prepaid Cards by the Working Group on EU Payment Systems», mayo de 1994.

Evans, Trevor, «The 2002-7 of US Economic Expansion and Limits of Finance-Led Capitalism», *Studies in Political Economy,* núm. 83, 2009, pp. 33-59.

Fama, Eugene y Kenneth French, «Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt», *Review of Financial Studies,* núm. 15:1, 2002, pp. 1-33.

Favero, Carlo A. y Alessandro Missale, «EU Public Debt Management and Eurobonds» en *Euro Area Governance - Ideas for Crisis Management Reform, Bruselas*, European Parliament, 2010, cap. 4.

Federal Reserve Bank, «The Supervisory Capital Assessment Program: Design and Implementation», 24 de abril de 2009.

____ «The Supervisory Capital Assessment Program: Overview of Results», 7 de mayo de 2009.

Federal Reserve Bulletin, «Trends in the Use of Payment Instruments in the United States», primavera de 2005, pp. 180-201.

____ «The Use of Checks and Other Noncash Payment Instruments in the United States», diciembre de 2002, pp. 360-374.

____ «The Future of Retail Electronic Payments Systems: Industry Interviews and Analysis», *Staff Study,* núm. 175, Federal Reserve Staff for the Payments System Development Committee, diciembre de 2002.

Fernhald, John y Shanthi Ramnath, «The Acceleration in US Total Factor Productivity After 1995: The Role of Information Technology», Economic Perspectives, núm. 28:1, primer cuatrimestre de 2004, pp. 52-67.

Fieldhouse, David, *The West and the Third World,* Oxford, Blackwell, 1999.

Financial Services Authority, *The Regulation of Electronic Money Issuers,* Consultation Paper, núm. 117, diciembre de 2001.

Fine, Ben, «Banking Capital and the Theory of Interest», *Science and Society*, núm. 49:4, 1985-1986, pp. 387-413.

Fine, Ben, «Examining the Ideas of Globalisation and Development Critically: What Role for Political Economy», *New Political Economy,* núm. 9:2, 2004, pp. 213-231.

____ «From Capital in Production to Capital in Exchange», *Science and Society,* núm. 52:3, otoño de 1988, pp. 326-337.

Fine, Ben y Alfredo Saad-Filho, *Marx's Capital,* Londres, Pluto Press, 2004.

Fine, Ben y Costas Lapavitsas, «Markets and Money in Social Science: What Role for Economics?», *Economy and Society,* núm. 29:3, 2000, pp. 357-382.

Fine, Ben, Costas Lapavitsas y Dimitris Milonakis, «Analysing the World Economy: Two Steps Back», *Capital and Class,* núm. 67, primavera de 1999, pp. 21-47.

Fine, Ben, Costas Lapavitsas y Alfredo Saad-Filho, «Transforming the Transformation Problem: Why the New Solution is a Wrong Turning», *Review of Radical Political Economics,* núm. 36:1, invierno de 2004, pp. 3-19.

Fine, Ben, Costas Lapavitsas y Jonathan Pincus (eds), *Development Policy in the Twenty-First Century: Beyond the Post-Washington Consensus,* Londres, Routledge, 2001.

Finley, Moses I., «Aristotle and Economic Analysis», *Past and Present,* núm. 47,

mayo de 1970, pp. 3-25.

Fisher, Irving, «100% Money and the Public Debt», *Economic Forum,* abril-junio de 1936, pp. 406-420.

Fohlin, Caroline, «Relationship Banking, Liquidity, and Investment in the German Industrialization», *The Journal of Finance,* núm. 53:5, 1998, pp. 1737-1758.

Foley, Duncan, «Marx's Theory of Money in Historical Perspective», en Fred Moseley, *Marx's Theory of Money: Modern Appraisals,* Londres, Palgrave Macmillan, 2004.

____ *Money, Accumulation and Crisis,* Londres, Harwood Academic Publishers, 1986.

____ «On Marx's Theory of Money», *Social Concept,* núm. 1:1, 1983, pp. 5-19.

____ «Realization and Accumulation in a Marxian Model of the Circuit of Capital», *Journal of Economic Theory,* núm. 28, 1982, pp. 300-19.

____ *Understanding Capital,* Cambridge (MA), Harvard University Press, 1986.

____ «The Value of Money, the Value of Labour Power and the Marxian Transformation Problem», *Review of Radical Political Economics,* núm. 14:2, 1982, pp. 37-47.

Foster, John Bellamy, «The Financialization of Accumulation», *Monthly Review,* núm. 62:5, 2010.

____ «The Financialization of Capital and the Crisis», *Monthly Review,* núm. 59:11, 2008.

____ «The Financialization of Capitalism», *Monthly Review,* núm. 58:11, 2007

Foster, John Bellamy y Fred Magdoff, *The Great Financial Crisis: Causes and Consequences,* Nueva York, Monthly Review Press, 2009.

Foster, John Bellamy y Robert W. McChesney, «Monopoly-Finance Capital and the Paradox of Accumulation», *Monthly Review,* núm. 61:5, 2009.

Frank, Andre Gunder, *Capitalism and Underdevelopment in Latin America,* Nueva York, Monthly Review Press, 1969.

____ *Dependent Accumulation and Underdevelopment,* Nueva York, Monthly Review Press, 1979.

____ *Lumpenbourgeoisie: Lumpendevelopment,* Nueva York, Monthly Review Press, 1972.

____ *World Accumulation, 1492-1789,* Londres, Macmillan, 1978.

Frank, Murray y Vidhan Goyal, «Tradeoff and Pecking Order Theories of Debt» en B. Espen Ecko (ed.), *The Handbook of Empirical Corporate Finance,* Amsterdam, Elsevier, 2008, pp. 135-97.

Franks, Julian, Colin Mayer y Hannes Wagner, «The Origins of the German Corporation - Finance, Ownership and Control», Discussion Paper, núm. 65, SFB/TR15, Government and the Efficiency of Economic Systems, 2005.

Freedman, Charles, «Monetary Policy Implementation: Past, Present and Future - Will Electronic Money Lead to the Eventual Demise of Central Banking?», *International Finance,* núm. 3:2, 2000, pp. 211-227.

Freixas, Xavier y Jean-Charles Rochet, *Microeconomics of Banking,* Cambridge (MA), MIT Press, 2008.

Friedman, Benjamin, «Decoupling at the Margin: The Threat of Monetary Policy from the Electronic Revolution in Banking», *International Finance,* núm. 2:3, 2000, pp. 261-272.

____ «The Future of Monetary Policy: The Central Bank as an Army with Only a Signal Corps?», *International Finance,* núm. 2:3, 1999, pp. 321-338.

Friedman, Milton, «A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability», *American Economic Review,* núm. 38:3, 1948, pp. 245-264.

____ «A Program for Monetary Stability», Nueva York, Fordham University Press, 1960.

Froud, Julie, Colin Haslam, Sukhdev Johal, y Karel Williams, «Financialisation and the Coupon Pool», *Capital and Class,* núm. 78, otoño de 2002, pp. 119-151.

Froud, Julie, Colin Haslam, Sukhdev Johal y Karel Williams, «Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves», *Economy and Society,* núm. 29, 2000, pp. 80-110.

Froud, Julie, Sukhdev Johal, Adam Lever y Karel Williams, *Financialization and Strategy: Narrative and Numbers,* Londres, Routledge, 2006.

Fry, Maxwell, *Money, Interest and Banking in Economic Development,* Londres, Johns Hopkins University Press, 1988.

Fullarton, John, *On the Regulation of Currencies,* Londres, John Murray, 1845.

Gallagher, John y Ronald Robinson, «The Imperialism of Free Trade», *Economic History Review,* núm. 6:1, 1953, pp. 1-15.

Gavin, Michael y Ricardo Hausmann, «Securing Stability and Growth in a Shock Prone Region: The Policy Challenge for Latin America» en Ricardo Hausmann y Helmut Reisen (eds.) *Securing Stability and Growth in Latin America: Policy Issues and Prospects for Shock-Prone Economies,* París, Organisation for Economic Co-operation and Development, 1996.

Germer, Claus, *The Commodity Nature of Money in Marx's Theory,* Londres, Routledge, 2004.

Gerschenkron, Alexander, *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 1962.

Gertler, Mark, y John H. Boyd, «U.S. Commercial Banking: Trends, Cycles and Policy» en O. Blanchard y S. Fischer (eds.), *NBER Macroeconomics Annual,* Cambridge (MA), MIT Press, 1993.

Gherity, James A., «The Evolution of Adam Smith's Theory of Banking», *History of Political Economy,* núm. 26:3, 1994, pp. 423-441.

Ghosh, Atish y Steven Phillips, «Warning: Inflation May be Harmful to Your Growth», IMF Staff Papers, núm. 45:4, 1998, pp. 672-710.

Ghosh, Jayati, «The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries», DESA Working Paper, núm. 4, octubre de 2005.

Giddens, Anthony, *The Consequences of Modernity*, Cambridge, Polity Press, 1991.

Gilbert, Neil, *Transformation of the Welfare State: The Silent Surrender of Public*

Responsibility, Oxford, Oxford University Press, 2002.

Glyn, Andrew, *Capitalism Unleashed,* Oxford, Oxford University Press, 2006.

Goldin, Claudia y Lawrence F. Katz, *The Race between Education and Technology,* Cambridge (MA), Belknap Press of Harvard University Press, 2008.

Goldsmith, Raymond, *Financial Structure and Development,* New Haven (CT), Yale University Press, 1969.

Goode, Patrick, *Karl Kautsky: Selected Political Writings,* Londres, Macmillan, 1983.

Goodhart, C.A.E., «The Background to the 2007 Financial Crisis», *International Economics and Economic Policy,* núm. 4, 2008, pp. 331-346.

____ «Can Central Banking Survive the IT Revolution?», *International Finance,* núm. 3:2, 2000, pp. 189-209.

____ «Monetary Policy and Public Debt», *Financial Stability Review*, núm. 16, abril de 2012, pp. 123-130.

Gordon, Robert J., «Does the "New Economy" Measure up to the Great Inventions of the Past?», *The Journal of Economic Perspectives,* núm. 14:4, 2000, pp. 49-74.

____ «The Evolution of Okun's Law and of Cyclical Productivity Fluctuations in the United States and in the EU-15», presentación al taller EES/IAB, «Labor, Market Institutions and the Macroeconomy», Nuremberg, 17-18 de junio de 2011.

____ «Exploding Productivity Growth: Context, Causes and Implications», *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 2, 2003, pp. 207-279.

____ «Has the "New Economy" Rendered the Productivity Slow-Down Obsolete?», working paper, Northwestern University, mimeo, 1999.

____ «Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds», NBER Working Paper, núm. 18315, National Bureau of Economic Research, 2012.

____ «Monetary Policy in the Age of Information Technology», Discussion Paper, núm. 99-E-12, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 1999.

____ «Revisiting the US Productivity Growth over the Past Century with a View of the Future», NBER Working Paper, núm. 15834, National Bureau of Economic Research, marzo de 2010.

____ «The Time-Varying NAIRU and its Implications for Economic Policy», *Journal of Economic Perspectives,* núm. 11:1, 1997, pp. 11-32.

____ «Why Was Europe Left at the Station when America's Productivity Locomotive Departed?», NBER Working Paper, núm. 10661, National Bureau of Economic Research, 2004.

Gorton, Gary, «Information, Liquidity, and the (Ongoing) Panic of 2007», *American Economic Review,* núm. 99:2, mayo de 2009, pp. 567-572.

____ «The Subprime Panic», Yale ICF Working Paper, núm. 08-25, 30 septiembre de 2008, pp. 1-40.

Gorton, Gary, y Andrew Metrick, «Regulating the Shadow Banking System», *Brookings Papers on Economic Activity,* núm. 41:2, otoño de 2010, pp. 261-312.

____ «Securitized Banking and the Run on Repo», *Journal of Financial Economics,* núm. 104:3, 2012, pp. 421-560.

Gowan, Peter, «Crisis in the Heartland», *New Left Review,* núm. 55, 2009, pp. 5-29.

____ *The Global Gamble: Washington's Faustian Bid for World Dominance,* Londres, Verso, 1999.

Grabel, Ilene, «Averting Crisis? Assessing Measures to Manage Financial Integration in Emerging Economies», *Cambridge Journal of Economics,* núm. 27:3, 2003, pp. 317-336.

____ «A Post-Keynesian Analysis of Financial Crisis in the Developing World and Directions for Reform», en Philip Arestis y Malcolm Sawyer (eds.), *A Handbook of Alternative Monetary Economics,* Cheltenham, Edward Elgar, 2006, pp. 403-19.

Graeber, David, *Debt: The First 5000 Years,* Nueva York, Melville House, 2011.

Grahl, John, *After Maastricht: A Guide to the European Monetary Union,* Londres, Lawrence and Wishart, 1997.

Grahl, John y Paul Teague, «The Régulation School, the Employment Relation and Financialization», *Economy and Society,* núm. 29:1, 2000, pp. 160-178.

Green, Francis, *Demanding Work: The Paradox of Job Quality in the Affluent Economy,* Princeton, Princeton University Press, 2006.

Green, Francis y Nicholas Tsitsianis, «Can the Changing Nature of Jobs Account for National Trends in Job Satisfaction?», *Studies in Economics*, núm. 0406, Department of Economics, University of Kent, 2004.

____ «An Investigation of National Trends in Job Satisfaction», *British Journal of Industrial Relations,* núm. 43:3, 2005, pp. 401-429.

Greenspan, Alan, «Currency Reserves and Debt», comentarios antes de la World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management, Washington DC, 29 de abril de 1999.

Grierson, Philip, *The Origin of Money,* Londres, Athlone Press, 1977.

Griliches, Zvi, «Productivity, R&D, and the Data Constraint», *American Economic Review,* núm. 84:1, 1994, pp. 1-23.

Gros, Daniel, «External versus Domestic Debt in the Euro Crisis», CEPS Policy Brief, núm. 243, Centre for European Policy Studies, 25 de mayo de 2011.

Gros, Daniel y Stefano Micossi, «A Bond-Issuing EU Stability Fund Could Rescue Europe», Europe's World, primavera de 2009.

Grossman, Henryk, *Law of the Accumulation and Breakdown of the Capitalist System*, Leipzig, Hirschfeld, 1929.

Gurley, John y Edward Shaw, *Money in a Theory of Finance,* Washington DC, Brookings Institute, 1960.

Guttmann, Robert, «A Primer on Finance-Led Capitalism and Its Crisis», *Revue de la régulation,* núm. 3/4, otoño de 2008.

Hackethal, Andreas y Reinhard Schmidt, «Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results», Working Paper Series: Finance and Accounting, núm. 125, Goethe University Frankfurt, enero de 2004.

Hahn, Frank, *Money and Inflation,* Oxford, Blackwell, 1982.

Haldane, Andrew, «Rethinking the Financial Network», discurso en la Financial Student Association, Amsterdam, abril de 2009, disponible en bankofengland.co.uk.

____ «Small Lessons from a Big Crisis», comentarios en la Federal Reserve Bank of Chicago 45th Annual Conference «Reforming Financial Regulation», Chicago, 8 de mayo de 2009, disponible en bis.org.

Haldane, Andrew, «Why Banks Failed the Stress Test», borrador de la ponencia en el Marcus-Evans Conference on Stress-Testing, 9-10 de febrero de 2009, disponible en bankengland.co.uk.

Hall, Peter A. y David Soskice (eds), *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage,* Oxfordm Oxford University Press, 2001.

Hall, Robert Ernest, «E-Capital: The Link Between the Stock Market and the Labor Market in the 1990s», *Brookings Papers on Economic Activity,* núm. 2, 2000, pp. 73-102.

____ «The Stock Market and Capital Accumulation», *American Economic Review,* núm. 91:5, 2001, pp. 1185-202.

Hamilton, James D. y Jing Cynthia Wu, «The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment», NBER Working Paper, núm. 16956, National Bureau of Economic Research, abril de 2011.

Hancké, Bob, Martin Rhodes y Mark Thatcher (eds), *Beyond Varieties of Capitalism: Contradictions and Complementarities in the European Economy*, Oxford, Oxford University Press, 2007.

Hardt, Michael y Antonio Negri, *Empire,* Cambridge (MA), Harvard University Press, 2000.

Harman, Chris, «Not All Marxism Is Dogmatism: A Reply to Michel Husson», *International Socialism Journal,* núm. 125, invierno de 2010.

____ *Zombie Capitalism,* Londres, Bookmarks, 2009.

Harris, Laurence, «On Interest, Credit and Capital», *Economy and Society,* núm. 5:2, 1976, pp. 145-77.

Harris, Milton y Artur Raviv, «The Theory of Optimal Capital Structure», *Journal of Finance,* núm. 48, 1991, pp. 297-356.

Harrison, Ann, John McLaren y Margaret McMillan, «Recent Perspectives on Trade and Inequality», *Annual Review of Economics,* núm. 3, 2011, pp. 261-289.

Harvey, David, *The Condition of Postmodernity: An Enquiry into the Origins of Cultural Change,* Oxford, Blackwell, 1989.

____ *Justice, Nature and the Geography of Difference,* Oxford, Blackwell, 1996.

____ *The Limits to Capital,* Oxford, Blackwell, 2007.

____ *The New Imperialism,* Nueva York, Oxford University Press, 2003.

____ *Spaces of Hope,* Edimburgo, Edinburgh University Press, 2000.

Heffernan, Shelagh, *Modern Banking in Theory and Practice,* Nueva York, Wiley, 1996.

Hein, Eckhard, *The Macroeconomics of Finance-Dominated Capitalism - and Its Crisis,* Cheltenham, Edward Elgar, 2012.

____ «A (Post-)Keynesian Perspective on Financialisation», IMK Working Paper, núm. 01-2009, Macroeconomic Policy Institute at the Hans Boeckler Foundation, 2009.

Hein, Eckhard y Till Van Treeck, «Financialisation and Rising Shareholder Power in Kaleckian/Post-Kaleckian Models of Distribution and Growth», *Review of Political Economy,* núm. 22, 2010, pp. 205-233.

Hein, Eckhard, Torsten Niechoj, Peter Spahn y Achim Truger (eds), *Finance-Led Capitalism?,* Marburgo, Metropolis Verlag, 2008.

Helleiner, Eric, *States and the Re-emergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s,* Ithaca (NY), Cornell University Press, 1994.

Henderson, Dale y Warwick McKibbin, «A Comparison of Some Basic Monetary Policy Regimes for Open Economies: Implications of Different Degrees of Instrument Adjustment and Wage Persistence», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy,* núm. 39:1, 1993, pp. 221-318.

Herman, Edward S., «Do Bankers Control Corporations?», *Monthly Review,* núm. 25:2, 1973, pp. 12-29.

____ «Kotz on Banker Control», *Monthly Review,* núm. 31:4, 1979, pp. 46-57.

Hicks, John, *Critical Essays in Monetary Theory,* Oxford, Clarendon Press, 1967.

Hilferding, Rudolf, *Finance Capital,* Londres, Routledge & Kegan Paul, 1981 [1910].

Himmelweit, Susan, «The Discovery of "Unpaid Work"», *Feminist Economics,* núm. 1:2, 1995, pp. 1-20.

Hirschman, Albert O., *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States,* Cambridge (MA), Harvard University Press, 1970.

Hirst, Paul y Grahame Thompson, *Globalization in Question,* Cambridge, Polity, 1999.

Hobson, John A., *Imperialism,* Londres, George Allen & Unwin, 1938 [1902].

Hoca, Bülent, «A Suggestion for a New Definition of the Concept of Finance Capital Using Marx's Notion of "Capital as Commodity"», *Cambridge Journal of Economics,* núm. 36, 2012, pp. 419-434.

Hoogvelt, Ankie, *Globalisation and the Postcolonial World,* Basingstoke, Palgrave, 2001.

Höpner, M. «What Connects Industrial Relations and Corporate Governance? Explaining Institutional Complementarity», *Socio-Economic Review,* núm. 3, 2005, pp. 331-358.

Horwitz, Steven, «Complementary Non-Quantity Theory Approaches to Money: Hilferding's Finance Capital and Free-Banking Theory», *History of Political Economy,* núm. 26:2, 1994, pp. 221-238.

Husson, Michel, «L'ecole de la regulation, de Marx à la Fondation Saint-Simon: un aller sans retour?», en Jacques Bidet y Eustache Kouvélakis (ed.), *Dictionnaire Marx Contemporain,* París, PUF, 2001.

Inaba, Keiichiro, «The Transformation of Japanese Commercial Banking: Information Gathering and Assessing», Tesis doctoral no publicada, University of London, 2008.

Ingham, Geoffrey, «"Babylonian Madness": On the Historical and Sociological Origins of Money», en John Smithin (ed.), *What Is Money?,* Londres, Routledge, 2000.

Ingham, Geoffrey, «Fundamentals of a Theory of Money: Untangling Fine, Lapavitsas and Zelizer», *Economy and Society,* núm. 30:3, 2001, pp. 304-323.

____ «Further Reflections on the Ontology of Money: Responses to Lapavitsas and Dodd», *Economy and Society,* núm. 35:2, 2006, pp. 259-278.

____ *The Nature of Money,* Cambridge, Polity Press, 2004.

International Monetary Fund (IMF), *Global Financial Stability Report - Statistical Appendix,* Washington DC, International Monetary Fund, 2011.

Issing, Otmar, «Hayek, Currency Competition and European Monetary Union», Annual Hayek Memorial Lecture, Institute of Economic Affairs, 27 de mayo de 1999.

____ «New Technologies in Payments: A Challenge to Monetary Policy», conferencia en el Center for Financial Studies Frankfurt am Main, European Central Bank, junio de 2000.

____ «Why a Common Eurozone Bond Isn»t Such a Good Idea», Europe's World, verano de 2009.

Itoh Makoto, *The Basic Theory of Capitalism*, Londres, Macmillan, 1988.

____ «The Historical Significance of the Social Costs of the Subprime Crisis: Drawing on the Japanese Experience» en Costas Lapavitsas (ed.), *Financialisation in Crisis,* Leiden, Brill, 2012, pp. 145-160.

____ «A Study of Marx»s Theory of Value» en *Value and Crisis*, Londres, Pluto, 1980.

Itoh Makoto y Costas Lapavitsas, *Political Economy of Money and Finance,* Londres, Macmillan, 1999.

Itoh Makoto y K. Mori, *Kahei Sinyou no Kihon Riron (The basic theory of money and credit),* Tokio, Hyouronsha, 1978.

Ivatury, Gautam y Mark Pickens, *Mobile Phone Banking and Low-Income Customers: Evidence from South Africa,* Consultative Group to Assist the Poor; World Bank, United Nations Foundation, 2006.

Jack, William y Tavneet Suri, «The Economics of M-PESA», NBER Working Paper, núm. 16721, National Bureau of Economic Research, 2011.

Jackson, Gregory, y Richard Deeg, «From Comparing Capitalisms to the Politics of Institutional Change», *Review of International Political Economy,* núm. 15, 2008, pp. 680-709.

Jensen, Michael C. y William H. Meckling, «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics,* núm. 3:4, 1976, pp. 305-360.

Jones, Robert A., «The Origin and Development of Media of Exchange», *Journal of Political Economy,* núm. 84, 1976, pp. 757-766.

Jorgenson, Dale y Kevin Stiroh, «Raising the Speed Limit: US Economic Growth in the Information Age», *Brookings Papers on Economic Activity,* núm. 1, 2000, pp. 125-211.

Jorgenson, Dale, Mun S. Ho y Kevin Stiroh, «Projecting Productivity Growth: Lessons from the US Growth Resurgence», *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review,* tercer cuatrimestre de 2002, pp. 1-13.

Jorgenson, Dale, Mun S. Ho y Kevin Stiroh, «A Retrospective Look at the US Productivity Growth Resurgence», *Journal of Economic Perspectives,* núm. 22:1, 2008, pp. 3-24.

____ «Will the US Productivity Resurgence Continue?», *FRBNY Current Issues in Economics and Finance,* núm. 10:13, 2004, pp. 1-7.

Joyce, Michael, Ana Lasaosa, Ibrahim Stevens y Matthew Tong, «The Financial Market Impact of Quantitative Easing», *Bank of England Working Papers,* núm. 393, 2010.

Karacimen, Elif, *Political Economy of Consumer Debt in Developing Countries: Evidence from Turkey,* Tesis doctoral no publicada, University of London, 2013.

Karshenas, Massoud, «The Impact of the Global Financial and Economic Crisis on LDC Economies», United Nations Office of the High Representative for the Least Developed Countries, Landlocked Developed Countries and Small Island Developing States, 2009.

Kautsky, Karl, «Ultra-Imperialism», *New Left Review,* núm. 59, enero-febrero de 1970, pp. 41-46; fragmento de *Der Imperialismus*, *Die Neue Zeit*, septiembre de 1914.

Kay, John, «Narrow Banking: The Reform of Banking Regulation», Centre for the Study of Financial Innovation, 2009.

Keynes, John Maynard, *The Economic Consequences of the Peace,* Londres, Macmillan, 1919.

____ *The General Theory of Employment, Interest and Money,* Londres, Macmillan, 1973 [1936] [ed. cast.: Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, México DF, FCE, 2006].

King, Mervyn, «Challenges for Monetary Policy: New and Old» en *New Challenges for Monetary Policy,* Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999.

____ «Speech by Mervyn King, Governor of the Bank of England, at the Lord Mayor's Banquet for Bankers and Merchants of the City of Londres at the Mansion House», 17 de junio de 2009, disponible en bankofengland.co.uk.

King, Robert G. y Ross Levine, «Finance and Growth: Schumpeter Might be Right», *Quarterly Journal of Economics,* núm. 153, 1993, pp. 717-738.

Kiyotaki, Nobuhiro y John Moore, «Credit Cycles», *Journal of Political Economy,* núm. 105:2, 1997, pp. 211-48.

Klein, Michael W., y Giovanni Olivei, «Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth», *Journal of International Money and Finance,* núm. 27:6, octubre de 2008, pp. 861-876.

Knapp, Georg Friedrich, *The State Theory of Money,* Londres, Macmillan, 1924.

Kösters, Wim, «Common Eurobonds: No Appropriated Instrument», *Intereconomics,* núm. 44:3, pp. 135-8, 2009.

Kotz, David M., *Bank Control of Large Corporations in the United States,* Berkeley, University of California Press, 1978.

Kraus, Alan y Robert H. Litzenberger, «A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage, *Journal of Finance,* núm. 33, 1973, pp. 911-22.

Kregel, Jan, «No Going Back: Why We Cannot Restore Glass-Steagall's Segregation of Banking and Finance», *Public Policy Brief,* núm. 107, Levy Economics Institute of Bard College, 2010.

Krippner, Greta, *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 2011.

Krippner, Greta, «The Financialization of the American Economy», *Socio-Economic Review,* núm. 3, 2005, pp. 173-208.

Krishnamurthy, Arvind y Annette Vissing-Jorgensen, «The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy», NBER Working Paper, núm. 17555, National Bureau of Economic Research, octubre de 2011.

Kroszner, Randall S., «Currency Competition in the Digital Age» en David Altig y Bruce D. Smith (eds.), *Evolution and Procedures in Central Banking,* Cambridge, Cambridge University Press, 2003, pp. 275-305.

Krueger, Malte, «E-Money Regulation in the EU» en Pringle R. y Robinson M. (ed.), *E-Money and Payment Systems Review,* Londres, Central Banking, 2002, pp. 239-251.

Kurata, Minoru, *Wakaki Hirufadingu (The Young Hilferding)*, Mitaka, Okashobo, 1984.

Kuznets, Simon, «Economic Growth and Income Inequality», *American Economic Review,* núm. 45:1, 1955, pp. 1-28.

Kydland, Finn E., y Edward C. Prescott, «Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans», *Journal of Political Economy,* núm. 85:3, 1977, pp. 473-492.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny, «Law and Finance», *Journal of Political Economy,* vol. 106, núm. 6, 1998, pp. 1113-1155.

Lamoreaux, Naomi, «The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904», Cambridge, Cambridge University Press, 1985.

Lamoreaux, Naomi, *Insider Lending, NBER,* Cambridge, Cambridge University Press, 1994.

Lane, Frederic y Reinhold Mueller, *Money and Banking in Medieval and Renaissance Venice,* 2 vols., Baltimore, Johns Hopkins University Press, 1985.

Langley, Paul, *The Everyday Life of Global Finance: Saving and Borrowing in America,* Oxford, Oxford University Press, 2008.

Langley, Paul, «Financialization and the Consumer Credit Boom», *Competition and Change,* núm. 12:2, 2008, pp. 133-147.

Langley, Paul, «In the Eye of the "Perfect Storm": The Final Salary Pensions Crisis and the Financialization of Anglo-American Capitalism», *New Political Economy,* núm. 9:4, 2004, pp. 539-558.

Langley, Paul, *World Financial Orders: An Historical International Political Economy*, Londres, Routledge, 2002.

Lapavitsas, Costas, «The Banking School and the Monetary Thought of Karl Marx», *Cambridge Journal of Economics*, núm. 18:5, 1994, pp. 447-461.

____ «The Classical Adjustment Mechanism of International Balances: Marx's Critique», *Contributions to Political Economy,* núm. 15:1, 1996, pp. 63-79.

____ «The Emergence of Money in Commodity Exchange, or Money as Monopolist of the Ability to Buy», *Review of Political Economy,* núm. 17:4, 2005, pp. 549-569.

____ «The Eurozone Crisis Through the Prism of World Money» en Gerald Epstein y Martin Wolfson, *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises,* Oxford, Oxford University Press, 2012.

____ (ed.), *Financialisation in Crisis,* Leiden, Brill, 2012.

____ «Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation», *Historical Materialism,* núm. 17:2, 2009, pp. 114-148; también publicado en Lapavitsas (ed.), *Financialisation in Crisis,* pp. 15-50.

____ «Hilferding's Theory of Banking in the Light of Steuart and Smith», *Research in Political Economy,* núm. 21, 2004, pp. 161-180.

____ «Money and the Analysis of Capitalism: The Significance of Commodity Money», *Review of Radical Political Economics,* núm. 32:4, 2000, pp. 631-656.

____ «Money as Monopolist of the Ability to Buy» en Fred Moseley (ed.), *Marx's Theory of Money: Modern Appraisals,* Londres, Palgrave Macmillan, 2004.

____ «On Marx's Analysis of Money Hoarding in the Turnover of Capital», *Review of Political Economy,* núm. 12:2, 2000, pp. 219-235.

____ «The Political Economy of Central Banks: Agents of Stability or Source of Instability?», *International Papers in Political Economy,* núm. 4:3, 1997, pp. 1-52.

____ «Power and Trust as Constituents of Money and Credit», *Historical Materialism,* núm. 14:1, 2006, pp. 129-154.

____ *Social Foundations of Markets, Money and Credit,* Londres, Routledge, 2003.

____ «The Social Relations Of Money as Universal Equivalent: A Response to Ingham», *Economy and Society,* núm. 34:3, 2005, pp. 384-403.

____ «The Theory of Credit Money: A Structural Analysis», *Science and Society,* núm. 55:3, 1991, pp. 291-322.

____ «Two Approaches to the Concept of Interest-Bearing Capital», *International Journal of Political Economy,* núm. 27:1, primavera de 1997, pp. 85-106.

Lapavitsas, Costas, A. Kaltenbrunner, G. Lambrinidis, D. Lindo, J. Meadway, J. Michell, J.P. Painceira, J. Powell, E. Pires, A. Stenfors, N. Teles y L. Vatikiotis, *Crisis in the Eurozone,* Londres, Verso, 2012 [ed. cast.: *Crisis en la eurozona*, Madrid, Capitan Swing, 2013].

Lapavitsas, Costas y Paulo Dos Santos, «Globalization and Contemporary Banking: On the Impact of New Technology», *Contributions to Political Economy,* núm. 27, 2008, pp. 31-56.

Lapavitsas, Costas y Iren Levina, «Financial Profit: Profit from Production and Profit Upon Alienation», Discussion Paper, núm. 24, Research on Money and Finance, mayo de 2011.

Lapavitsas, Costas y Makoto Noguchi (eds), *Beyond Market-Driven Development: Drawing on the Experience of Asia and Latin America,* Londres, Routledge, 2005.

Latzer, Michael y Stefan Schmitz, *Carl Menger and the Evolution of Payments Systems,* Cheltenham, Edward Elgar, 2002.

Lavoie, Don, «Marx, the Quantity Theory, and the Theory of Value», *History of Political Economy,* núm. 18:1, 1986, pp. 155-170.

Lazonick, William, «Controlling the Market for Corporate Control: The Historical Significance of Managerial Capitalism», *Industrial and Corporate Change*, núm. 1:3, 1992, pp. 445-488.

Lazonick, William, «Financial Commitment and Economic Performance: Ownership and Control in the American Industrial Corporation», *Business and Economic History*, núm. 17, 1988, pp. 115-128.

Lazonick, William, «The Fragility of the US Economy: The Financialized Corporation and the Disappearing Middle Class» en Dan Breznitz y John Zysman (eds.), *The Third Globalization,* Oxford, Oxford University Press, 2013.

Lazonick, William, «Innovative Business Models and Varieties of Capitalism: Financiarization of the US corporation», *Business History Review,* núm. 84, 2010, pp. 675-802.

Lazonick, William y Mary O'Sullivan, «Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance», *Economy and Society,* núm. 29:1, 2000, pp. 13-35.

Leary, Mark T. y Michael R. Roberts, «Do Firms Rebalance Their Capital Structures?», *Journal of Finance,* núm. 60:6, diciembre de 2005, pp. 2575-2619.

Lee, Roger, Gordon L. Clark, Jane S. Pollard y Andrew Leyshon, «The Remit of fiinancial Geography - Before and After the Crisis», *Journal of Economic Geography,* núm. 9, 2009, pp. 723-747.

Leland, Hayne y David H. Pyle, «Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation», *The Journal of Finance,* núm. 32, 1977, pp. 371-387.

Lenin, V. I., *The Collapse of the Second International* en *Collected Works,* vol. 21, Mosú, Progress Publishers, 1964 [1917], pp. 205-259.

____ *Imperialism, the Highest Stage of Capitalism* en *Collected Works*, vol. 22, Moscú, Progress Publishers, 1964 [1917], pp. 185-304.

____ *Imperialism and the Split of Socialism* en *Collected Works*, vol. 23, Moscú, Progress Publishers, 1964 (1916), pp. 105-120.

____ *The Question of Peace* en *Collected Works,* vol. 21, Moscú, Progress Publishers, 1964 [1915], pp. 290-94.

____ *Socialism and War* en *Collected Works,* vol. 21, Moscú, Progress Publishers, 1964 [1915], pp. 297-338.

____ *Under a False Flag* en *Collected Works,* vol. 21, Moscú, Progress Publishers, 1964 (1917), pp. 135-157.

Levine, Ross, «Financial Development and Economic Growth», *Journal of Economic Literature,* núm. 35:2, 1997, pp. 688-726.

Levine, Ross y Sara Zervos, «Stock Market Development and Long-Run Growth», *The World Bank Economic Review,* núm. 10:2, 1996, pp. 323-339.

Levine, Ross, y Sara Zervos, «Stock Markets, Banks, and Economic Development», *American Economic Review,* núm. 88, 1998, pp. 537-588.

Levine, Ross, Norman Loyaza y Thorsten Beck, «Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes», *Journal of Monetary Economics,* núm. 46, 2000, pp. 31-77.

Leyshon, Andrew y Nigel Thrift, «The Capitalization of Almost Everything: The Future of Finance and Capitalism», *Theory, Culture and Society,* núm. 24, 2009, pp. 97-115.

____ *Money/Space: Geographies of Monetary Transformation,* Londres, Routledge, 1997.

Lindo, Duncan, «Political Economy of Financial Derivatives: The Role and Evolution of Banking», Tesis doctorial no publicada, School of Oriental and African Studies, University of London, 2013.

LiPuma, Edward y Benjamin Lee, «Financial Derivatives and the Rise of Circulation», *Economy and Society,* núm. 34:3, 2005, pp. 404-427.

Lordon, Frédéric, «Après la crise financière: "regular" ou refondre?», *Revue de la regulation,* núm. 5, 2009.

Lordon, Frédéric, *Fonds de pension, piège à cons? Mirage de la démocratie actionnariale*, París, Raisons d'Agir, 2000.

Lordon, Frédéric, «Le nouvel agenda de la politique economique en régime d'accumulation financiarisé» en Gérard Duménil y Dominique Lévy (eds.), *Le triangle infernal: Crise, mondialisation, financiarisation*, París, PUF, 1999.

Lucas, Robert E., «Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?», *American Economic Review,* núm. 80:2, 1990, pp. 92-96.

Luxemburg, Rosa, *The Accumulation of Capital,* Londres, Routledge & Kegan Paul, 1968 [1913].

____ «Reform or Revolution» en *Rosa Luxemburg Speaks,* Nueva York, Pathfinder Press, 1970.

Lysandrou, Photis, «Global Inequality, Wealth Concentration and the Subprime Crisis: A Marxian Commodity Analysis», *Development and Change,* núm. 42:1, 2011, pp. 183-208.

Maastricht Treaty, «Treaty on European Union», *Official Journal of the European Union C,* núm. 191, 29 de julio de 1992.

Macartney, Huw, «Variegated Neo-Liberalism: Transnationally Oriented Fractions of Capital in EU Financial Market Integration», *Review of International Studies,* núm. 35, 2009, pp. 451-480.

MacKenzie, Donald, *An Engine, Not a Camera: How Financial Models Shape Markets,* Cambridge (MA), MIT, 2006.

MacKenzie, Donald y Yuval Millo, «Constructing a Market, Performing Theory: The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange», *American Journal of Sociology,* núm. 109:1, 2003, pp. 107-145.

Magdoff, Harry y Paul M. Sweezy, *Stagnation and the Financial Explosion,* Nueva York, Monthly Review Press, 1987.

Mandel, Ernest, *Marxist Economic Theory,* Londres, Merlin, 1968.

Markose, Sheri y Yiing Jia Loke, «Network Effects on Cash-Card Substitution in Transactions and Low Interest Rate Regimes», *Economic Journal*, núm. 113, abril de 2003, pp. 456-476.

Martin, Randy, *Financialization of Daily Life,* Filadelfia, Temple University Press, 2002.

Martin, Ron, *Money and the Space Economy*, Londres, Wiley, 1999.

Marx, Karl, *Capital,* vol. 1, Londres, Penguin/NLR, 1976 [1867].

____ *Capital*, vol. 2, Londres, Penguin/NLR, 1978 [1885].

____ *Capital*, vol. 3, Londres, Penguin/NLR, 1981 [1894].

____ *A Contribution to the Critique of Political Economy,* Moscú, Progress Publishers, 1970 [1859].

____ *Grundrisse,* Londres, Penguin/NLR, 1973 [1939].

____ *Karl Marx and Frederick Engels: Collected Works,* vol. 40, Correspondence, 1856-1859, Londres, Lawrence and Wishart, 1983.

____ *Theories of Surplus Value,* parte 1, Londres, Lawrence & Wishart, 1969 [1905-1910].

____ *Theories of Surplus Value*, parte 3, Londres, Lawrence & Wishart, 1972 [1905-1910].

Mattick, Paul, *Economic Crisis and Crisis Theories,* Armonk (NY), M.E. Sharpe, 1981.

Mayer, Colin, «The Assessment: Financial Systems and Corporate Investment», *Oxford Review of Economic Policy,* núm. 3:4, 1987, pp. i-xvi.

McCallum, Bennett T., «Crucial Issues Concerning Central Bank Independence», *Journal of Monetary Economics,* núm. 39:1, 1997, pp. 99-112.

McCallum, Bennett, «The Present and Future of Monetary Policy Rules», *International Finance,* núm. 3:2, 2000, pp. 273-286.

McCallum, Bennett T., «Two Fallacies Concerning Central Bank Independence», *American Economic Review,* núm. 85:2, mayo de 1995, pp. 207-211.

McCloud, Scott, «Misunderstanding Micropayments», 11 de septiembre de 2003, disponible en scottmccloud.com.

McCulley, Paul A., «Teton Reflections», Global Central Bank Focus, septiembre de 2007, disponible en pimco.com.

McGee, Robert, «What Should a Central Bank Do?», Department of Economics, Florida State University, mimeo, 2000.

McKinnon, Ronald, *Money and Capital in Economic Development,* Washington, The Brookings Institution, 1973.

McKinnon, Ronald, *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy,* Baltimore, Johns Hopkins University Press, 1991.

Meaning, Jack y Feng Zhu, «The Impact of Recent Central Bank Asset Purchase Programmes», *BIS Quarterly Review,* diciembre de 2011, pp. 73-83.

Meek, Ronald L., *Studies in the Labor Theory of Value,* Nueva York, Monthly Review Press, 1975.

Meikle, Scott, «Aristotle on Business», *The Classical Quarterly,* núm. 46:1, 1996, pp. 138-151.

____ «Aristotle on Money», *Phronesis*, núm. 39:1, 1994, pp. 26-44.

Meiksins Wood, Ellen, *Empire of Capital,* Londres, Verso, 2003.

Menger, Carl, «On the Origin of Money», *Economic Journal,* núm. 2, 1892, pp. 239-255.

Menger, Carl, *Principles of Economics,* Nueva York, Nueva York University Press, 1981.

Messori, Marcello, «Credit and Money in Schumpeter's Theory» en Richard Arena y Neri Salvadori (eds.), *Essays in Honour of Augusto Graziani,* Aldershot, Hants Ashgate, 2004.

Mester, Loretta J., «What is the Point of Credit Scoring?», *Federal Reserve Bank of Philadephia Business Review,* septiembre-octubre de 1997, pp. 3-16.

Meyer, Peter B. y Michael J. Harper, «Preliminary Estimates of Multifactor Productivity Growth», *Monthly Labour Review,* núm. 125:6, junio de 2005.

Milanovic, Branko, «Global Income Inequality: What Is It and Why It Matters?», DESA Working Paper, núm. 26, ST/ESA/2006/DWP/26, United Nations Department of Economic and Social Affairs, 2006.

____ *Worlds Apart: Measuring International and Global Inequality*, Princeton (NJ), Princeton University Press, 2005.

Milberg, William, «Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining US Financialization with Global Value Chains», *Economy and Society,* núm. 37:3, 2008, pp. 420-451.

Milberg, William y Deborah Winkler, «Financialisation and the Dynamics of Offshoring in the USA», *Cambridge Journal of Economics*, núm. 34, 2010, pp. 275-293.

Milgrom, Paul y John Roberts, «The Economics of Modern Manufacturing: Technology, Strategy and Organization», *American Economic Review,* núm. 80, 1990, pp. 511-528.

____ *Economics, Organization and Management,* Englewood Cliffs (NJ), Prentice Hall, 1992.

Millett, Paul, *Lending and Borrowing in Ancient Athens,* Cambridge, Cambridge University Press, 1991.

Minns, Richard, «The Political Economy of Pensions», *New Political Economy,* núm. 1:3, 1996, pp. 375-391.

Minsky, Hyman, *Can «It» Happen Again? Essays on Instability and Finance,* Armonk (NY), M.E. Sharpe, 1982.

____ *John Maynard Keynes,* Nueva York, Columbia University Press, 1975.

____ *Stabilizing an Unstable Economy,* New Haven (CT), Yale University Press, 1986.

____ «Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies», Working Paper núm. 155, Levy Economics Institute of Bard College, abril de 1996.

Minsky, Hyman y Charles Whalen, «Economic Insecurity and the Institutional Prerequisites for Successful Capitalism», Working Paper, núm. 165, Levy Economics Institute of Bard College, 1996.

Mishel, Lawrence, y Kar-Fai Gee, «Why Aren't Workers Benefiting from Labour Productivity Growth in the United States?», *International Productivity Monitor,* núm. 23, primavera de 2012, pp. 34-43.

Mitchell-Innes, A., «The Credit Theory of Money», *Banking Law Journal,* enero de 1914, pp. 151-68; reimpreso en Wray, *State and Credit Theories of Money.*

____ «What Is Money?», *Banking Law Journal,* mayo de 1913, pp. 377-408; reimpreso en Wray, *State and Credit Theories of Money*.

Modigliani, Franco y M.H. Miller, «The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review,* núm. 48, 1958, pp. 201-297.

Moessner, Richhild y Philip Turner, «Threat of Fiscal Dominance? Workshop Summary», BIS Papers, núm. 65, Bank for International Settlements, 2012.

Moore, Basil J., *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, Cambridge University Press, 1988.

Morawcynski, Olga y Gianluca Miscione, «Examining Trust in Mobile Banking Transactions: The Case of M-PESA in Kenya» en Chrisanthi Avgerou, Matthew L. Smith y Peter van den Besselaar (eds.), *Social Dimensions of Information and Telecommunications Policy,* Nueva York. Springer, 2008, pp. 287-98.

Morera Camacho, Carlos y Jose Antonio Rojas Nieto, «The Globalisation of Financial Capital, 1997-2008», RMF Discussion Paper, núm. 6, 2009; también publicado en Lapavitsas (ed.), *Financialisation in Crisis,* pp. 161-184.

Morin, François, «Le capitalisme de marché financier et l'asservissement du cognitif », *Cahiers du GRES,* mayo de 2006.

____ *A Transformation in the French model of Shareholding and Management. Economy and Society,* núm. 29, 2000, pp. 36-53.

Morris-Suzuki, Tessa, *A History of Japanese Economic Thought,* Londres, Routledge, 1991.

Moseley, Fred (ed.), *Marx's Theory of Money: Modern Appraisals,* Londres, Palgrave Macmillan, 2004.

Murray, Patrick, «Money as Displaced Social Form: Why Value cannot be Independent of Price» en Moseley, Fred (ed.), *Marx's Theory of Money: Modern Appraisals,* Londres, Palgrave Macmillan, 2004.

Myers, Stewart C., «The Capital Structure Puzzle», *Journal of Finance,* núm. 39:3, julio de 1984, pp. 575-592.

Myers, Stewart C., «Capital Structure», *Journal of Economic Perspectives,* núm. 15:2, 2001, pp. 81-102.

Myers, Stewart C. y Nicholas S. Majluf, «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have», *Journal of Financial Economics,* núm. 13:2, 1984, pp. 187-221.

Neikirk, William, *Volcker: Portrait of the Money Man,* Nueva York / Chicago, Congdon & Weed, 1987.

Nelson, Anitra, *Marx's Concept of Money: The God of Commodities,* Londres, Routledge, 1999.

Neumann, Manfred J.M. y Jürgen von Hagen, «Does Inflation Targeting Matter?», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review,* núm. 84:4, julio-agosto de 2002, pp. 127-148.

Nissanke, Machiko y Erenest Aryeetey, *Financial Integration and Development: Liberalization and Reform in Sub-Saharan Africa,* Londres, Routledge, 1998.

Nordhaus, William D., «Productivity Growth and the New Economy», NBER Working Paper, núm. 8096, *National Bureau of Economic Research,* enero de 2001.

North, Peter, A*lternative Currencies as a Challenge to Globalisation? A Case Study of Manchester's Local Currency Networks,* Londres, Ashgate, 2006.

North, Peter, *Money and Liberation: The Micropolitics of Alternative Currency Movements,* Minneapolis, University of Minnesota Press, 2007.

O'Mahony, Mary y Bart van Ark (eds), *EU Productivity and Competitiveness: An Industry Perspective,* Luxemburgo, Office for Official Publications of the European Communities, 2003.

Ohmae, Kenichi, *The Borderless World,* Londres, HarperCollins, 1990.

Oliner, Stephen y Daniel Sichel, «Information Technology and Productivity: Where are we Now and Where are we Going?», Federal Reserve Bank of Atlanta, tercer cuatrimestre de 2002, pp. 15-44.

____ «The Resurgence of Growth in the Late 1990s: Is Information Technology the Story?», *Journal of Economic Perspectives,* núm. 14:4, 2000, pp. 3-22.

Onaran, Özlem, Engelbert Stockhammer y Lucas Grafl, «Financialization, Income Distribution and Aggregate Demand in the USA», *Cambridge Journal of Economics,* núm. 35, 2011, pp. 637-661.

Orhangazi, Özgür, «Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation of the US Economy, 1973-2004», *Cambridge Journal of Economics,* núm. 32, 2008, pp. 863-886.

Orhangazi, Özgür, *Financialization and the US Economy,* Northampton, Edward Elgar, 2007.

Orléan, André, *Le pouvoir de la finance,* París, Odile Jacob, 1999.

Ostry, Jonathan, Atish Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash Qureshi y Dennis Reinhardt, «Capital Inflows: The Role of Controls», IMF Staff Position Note, SPN/10/04, International Monetary Fund, 19 de febrero de 2010.

Owen, Roger y Bob Sutcliffe (eds.), *Studies in the Theory of Imperialism,* Londres, Longman, 1972.

Painceira, Juan Pablo, «Central Banking in Middle Income Countries in the Course of Financialisation: A Study with Special Reference to Brazil and Korea», Tesis doctoral no publicada, University of London, 2011.

____ «Central Banking in Middle Income Countries in the Course of Financialisation: A Study with Special Reference to Brazil and Korea», Tesis doctoral no publicada, University of London, 2011.

____ «Developing Countries in the Era of Financialisation: From Deficit Accumulation to Reserve Accumulation», RMF Discussion Papers, núm. 4, febrero de 2009; también publicado en Lapavitsas (ed.), *Financialisation in Crisis,* pp. 185-216.

Palley, Frederick A., y John E. Sandys, *Select Private Orations of Demosthenes,* Cambridge, Cambridge University Press, 1874.

Palley, Thomas I., «A Post Keynesian Framework for Monetary Policy: Why Interest Rate Operating Procedures are Not Enough», ponencia en la *Conference on Economic Policies: Perspectives from Keynesian Heterodoxy,* Dijon, Francia, 14-16 de noviembre de 2002, revisado en marzo de 2003.

Panico, Carlo, *Interest and Profit in the Theories of Value and Distribution,* Londres, Macmillan, 1987.

Panico, Carlo, «Marx on the Banking Sector and the Interest Rate: Some Initial Notes for a Discussion», *Science and Society,* núm. 52:3, otoño de 1988, pp. 310-325.

Panico, Carlo, «Marx's Analysis of the Relationship Between the Rate of Interest and the Rate of Profit», *Cambridge Journal of Economics,* núm. 4, 1980, pp. 363-378.

Panitch, Leo y Sam Gindin, «American Imperialism and EuroCapitalism: The Making of Neoliberal Globalization», *Studies in Political Economy,* núm. 71/72, 2003, pp. 7-38.

____ «The Current Crisis: A Socialist Perspective», *Studies in Political Economy,* núm. 83, 2009, pp. 7-31.

____ «Finance and American Empire» en Leo Panitch y Martijn Konings (eds.), *American Empire and the Political Economy of Global Finance,* Nueva York, Palgrave Macmillan, 2009, pp. 17-47.

____ *Global Capitalism and American Empire,* Londres, Merlin Press, 2004.

____ *The Making of Global Capitalism,* Londres, Verso Books, 2012.

Papadimitriou, Dmitri y L. Randall Wray, «Euroland's Original Sin», Policy Note 2012/8, Levy Economics Institute of Bard College, 2012.

Patnaik, Prabhat, «The Economics of the New Phase of Imperialism», ponencia presentada en IDEAS conferencia en *The Economics of the New Imperialism,* 22-24 de enero de 2004, Jawaharlal Nehru University, Nueva Delhi, 2005.

Patnaik, Prabhat, «Globalization of Capital and the Theory of Imperialism», *Social Scientist,* núm. 24:11/12, 1996, pp. 5-17.

____ «The Humbug of Finance» en *The Retreat to Unfreedom,* Delhi, Tulika, 2003.

____ (ed.), *Lenin and Imperialism,* Londres, Sangham, 1986.

____ «The Theory of Money and World Capitalism», ponencia presentada en IDEAS conferencia *International Money and Developing Countries,* Muttukadu, Tamil Nadu, India, 19 de diciembre de 2002.

Patnaik, Prabhat, *The Value of Money,* Nueva York, Columbia University Press, 2009.

Pauly, Louis, «Capital Mobility, State Autonomy and Political Legitimacy», *Journal of International Affairs,* núm. 48:2, 1995, pp. 369-388.

____ *Who Elected the Bankers? Surveillance and Control in the World Economy,* Ithaca (NY), Cornell University Press, 1997.

Peck, Jamie y Nik Theodore, «Variegated Capitalism», *Progress in Human Geography,* núm. 31:6, 2007, pp. 731-772.

Persaud, Avinash, «Liquidity Black Holes», WIDER Discussion Paper, núm. 2002/31, World Institute for Development Economics Research, marzo de 2002.

Picciotto, Sol, «International Transformations of the Capitalist State», *Antipode*, núm. 43:1, 2011, pp. 87-107.

Picciotto, Sol y Jason Haines, «Regulating Global Financial Markets», *Journal of Law and Society,* núm. 26:3, 1999, pp. 351-368.

Pike, Andy y Jane Pollard, «Economic Geographies of Financialization», *Economic Geography,* núm. 86:1, 2010, pp. 29-51.

Piketty, Thomas, «Income Inequality in France, 1901-1998», *Journal of Political Economy,* núm. 111:5, 2003, pp. 1004-42.

____ «Top Incomes over the Twentieth Century: A Summary of Main Findings» en A. B. Atkinson y Thomas Piketty (eds.), *Top Incomes over the Twentieth Century: A Contrast between Continental European and English-Speaking Countries,* Oxford, Oxford University Press, 2007, pp. 1-17.

Piketty, Thomas y Emmanuel Saez, «The Evolution of Top Incomes: A Historical and International Perspective», *American Economic Review,* núm. 96:2, 2006, pp. 200-205.

____ «Income Inequality in the United States, 1913-1998», *Quarterly Journal of Economics,* núm. 118:1, 2003, pp. 1-39.

Plihon, Dominique, *Le nouveau capitalisme,* París, Éditions La Découverte, 2009.

Polak, Jacques J. y Peter B. Clark, «Reducing the Costs of Holding Reserves: A New Perspective on Special Drawing Rights», Inge Kaul y Pedro Conceição, *The New Public Finance: Responding to Global Challenges,* Oxford, Oxford University Press, 2006, pp. 549-563.

Polanyi, Karl, «The Economy as Instituted Process» en Karl Polanyi, Conrad Arensberg y Harry Pearson, *Trade and Markets in Early Empires,* Glencoe (IL), Free Press, 1957.

____ *The Great Transformation,* Boston, Beacon Press, 1944.

Pollin, Robert, «Contemporary Economic Stagnation in World Historical Perspective», *New Left Review,* núm. 219, 1996, pp. 109-118.

____ «Remembering Paul Sweezy», *Counterpunch,* núm. 6/7, marzo de 2004.

____ «The Resurrection of the Rentier», *New Left Review*, núm. 46, 2007, pp. 140-153.

Porteous, David, *The Enabling Environment for Mobile Banking in Africa,* Department for International Development (DFID), 2006, disponible en bankable-frontier.com.

Posen, Adam S., «A Proven Framework to End the US Banking Crisis Including Some Temporary Nationalizations», declaración ante el comité del US Congress sobre «Restoring the Economy: Strategies for Short-Term and Long-Term Change», 26 de febrero de 2009, disponible en piie.com.

Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft y Hayley Boesky, «Shadow Banking», Staff Report, núm. 458, Federal Reserve Bank of Nueva York, julio de 2010, revisado en febrero de 2012, pp. 1-35.

Prasad, Eswar, Rajan Raghuram y Arvind Subramanian, «Foreign Capital and Economic Growth», *Brookings Papers on Economic Activity,* núm. 38, 2007, pp. 153-230.

Pryke, Michael y Paul du Gay, «Take an Issue: Cultural Economy and Finance», *Economy and Society,* núm. 36:3, 2007, pp. 339-354.

Radner, Roy, «The Organization of Decentralized Information Processing», *Econometrica,* núm. 61:5, 1993, pp. 1109-46.

Redlich, Fritz, *The Molding of American Banking,* 2 vols., Nueva York, Johnson Reprint Corporation, 1951, reimpreso en 1968.

Reed, C. M., *Maritime Traders in the Ancient Greek World,* Cambridge, Cambridge University Press, 2003.

Reuten, Geert y Michael Williams, *Value Form and the State,* Londres, Routledge, 1989.

Ricardo, David, *The High Price of Bullion* en Piero Sraffa y Maurice Dobb (eds.), *The Works and Correspondence of David Ricardo,* vol. 3, Cambridge, Cambridge University Press, 1951 [1810].

____ *Letters* en Piero Sraffa y Maurice Dobb (eds.), *The Works and Correspondence of David Ricardo,* vol. 6, Cambridge, Cambridge University Press, 1951 [1810].

____ *On the Principles of Political Economy and Taxation* en Piero Sraffa y Maurice Dobb (eds.), *The Works and Correspondence of David Ricardo,* vol. 1, Cambridge, Cambridge University Press, 1951 [1817].

Rodrik, Dani, «The Social Cost of Foreign Exchange Reserves», NBER Working Paper, núm. 11952, National Bureau of Economic Research, enero de 2006.

Rogoff, Kenneth, «Blessing or Curse? Foreign and Underground Demand for Euro Notes», *Economic Policy,* núm. 13:26, abril de 1998, pp. 263-303.

____ «The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target», *Quarterly Journal of Economics,* núm. 100:4, 1985, pp. 1169-1190.

____ «Reputational Constraints on Monetary Policy» en Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, núm. 26, primavera de 1987, pp. 141-181. Revisada y reimpresa en «Reputation, Coordination and Monetary Policy» en Robert J. Barro (ed.), *Modern Business Cycle Theory*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 1989.

Rosdolsky, Roman, *The Making of Marx's «Capital»*, Londres, Pluto Press, 1977.

Rubery, Jill, «Part-Time Work: A Threat to Labour Standards» en Jacqueline O'Reilly y Colette Fagan, *Part-Time Prospects: An International Comparison of Part-Time Work in Europe, North America and the Pacific Rim,* Nueva York, Routledge, 1998, pp. 137-155.

Rubery, Jill, Mark Smith y Colette Fagan, «National Working-Time Regimes and Equal Opportunities», *Feminist Economics,* núm. 4:1, 1998, pp. 71-101.

Rubin, Isaak I., *Essays in Marx's Theory of Value,* Detroit, Black and Red, 1972.

Saad-Filho, Alfredo, Elmer Altvater y Gregroy Albo, «Neoliberalism and the Left: A Symposium» en Leo Panitch y Colin Leys, *Socialist Register,* 2008, Londres, Merlin Press, 2007.

Saad-Filho, Alfredo y Deborah Johnston (eds), *Neoliberalism: A Critical Reader,* Londres, Pluto Press, 2005.

Sadun, Raffaella y John Van Reenen, «Information Technology and Productivity: It Ain't What You Do It's the Way That You Do I.T.», EDS Innovation Research Programme, Discussion Paper, núm. 002, London School of Economics, octubre de 2005.

Saez, Emmanuel, «Income and Wealth Concentration in a Historical and International Perspective», en Alan Auerbach, David Card y John M. Quigley (eds.), *Public Policy and the Income Distribution,* Nueva York, Russell Sage Foundation, 2006, pp. 221-258.

Saunders, Anthony y Linda Allen, *Credit Risk Measurement: New Approaches to Value at Risk and Other Paradigms,* Nueva York, John Wiley and Sons, 2002.

Savage, Mike y Karel Williams (eds), *Remembering Elites,* Londres, John Wiley and Sons, 2008.

Sawyer, Malcolm, «The NAIRU: A Critical Appraisal», *International Papers in Political Economy,* núm. 6:2, 1999, pp. 1-40; reimpresao en Philip Arestis y Malcolm Sawyer, *Money, Finance and Capitalist Development,* Aldershot, Edward Elgar, 2001, pp. 220-254.

Sayers, R. S., *Modern Banking,* Oxford, Oxford University Press, 1938.

Schaps, David, *The Invention of Coinage and the Monetization of Ancient Greece,* Ann Arbor, The University of Michigan Press, 2004.

Schmitz, Stefan W. y Geoffrey Wood (eds), *Institutional Change in the Payments System and Monetary Policy,* Londres, Routledge, 2006.

Schor, Juliet, *The Overworked American: The Unexpected Decline of Leisure,* Nueva York, Basic Books, 1992.

Schumpeter, Joseph A., *Capitalism, Socialism and Democracy,* Londres, George Allen & Unwin, 1976.

____ *History of Economic Analysis,* Nueva York, Oxford University Press, 1954.

____ *Imperialism and Social Classes*, Nueva York, Augustus Kelly, 1951.

____ *The Theory of Economic Development,* Cambridge (MA), Harvard University Press, 1934 [1912].

Schwartz, Anna, «Financial Stability and the Safety Net» en William S. Haraf y Rose Marie Kushmeider (eds.), *Restructuring Banking and Financial Services in America,* Washington DC, American Enterprise Institute For Public Policy and Research, 1988, pp. 34-62.

____ «Why Financial Stability Depends on Price Stability» en Geoffrey Wood (ed.), *Money, Prices and the Real Economy,* Northampton, Edward Elgar, 1998, pp. 34-41.

Schweikart, Larry, *Banking in the American South: From the Age of Jackson to Reconstruction,* Baton Rouge, Louisiana State University Press, 1987.

Sekine, Thomas, «Arthur on Money and Exchange», *Capital and Class,* núm. 33:3, 2009, pp. 33-57.

____ *The Dialectic of Capital,* 2 vols., Tokio, Toshindo, 1986.

____ «Marxian Theory of Value: An Unoist Approach», *Chiiki Bunseki, Aichi Gakuin,* núm. 37:2, 1999, pp. 99-136.

____ *An Outline of the Dialectic of Capital,* Londres, Macmillan, 1997.

Serfati, Claude, «Financial Dimensions of Transnational Corporations, Global Value Chains and Technological Innovations», *Journal of Innovation Economics,* núm. 2:2, 2008, pp. 35-61.

Serfati, Claude, «Le role actif de groupes à dominante industrielle dans la financiarisation de l'économie» en François Chesnais, *La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux,* París, Syros, 1996, pp. 142-182.

Serfati, Claude, «Transnational Corporations as Financial Groups», *Work Organisation, Labour and Globalisation,* núm. 5:1, 2011, pp. 10-38.

Shaikh, Anwar, «Explaining Inflation and Unemployment: An Alternative to Neoliberal Economic Theory» en Andriana Vlachou (ed.), *Contemporary Economic Theory,* Londres, Macmillan, 1999.

____ «Explaining the Global Economic Crisis», *Historical Materialism,* núm 5, invierno de 1999, pp. 103-144.

____ «The Falling Rate of Profit and Long Waves in Accumulation: Theory and Evidence» en Alfred Kleinknech, Ernest Mandel e Immanuel Wallerstein (eds.), *New Findings in Long Wave Research,* Londres, Macmillan, 1992.

____ «The Falling Rate of Profit and the Economic Crisis in the US» en Robert D. Cherry (ed.), *The Imperiled Economy,* libro primero, Nueva York, Union of Radical Political Economics, 1987.

____ «An Introduction to the History of Crisis Theories» en Bruce Steinberg y Union for Radical Political Economics (eds.), *US Capitalism in Crisis,* Nueva York, Monthly Review Press, 1978.

____ «Political Economy and Capitalism: Notes on Dobb's Theory of Crisis», *Cambridge Journal of Economics,* núm. 2:2, 1978, pp. 223-251.

____ «The Transformation from Marx to Sraffa: Prelude to a Critique of the Neo-Ricardians» en Ernest Mandel (ed.), *Marx, Ricardo, Sraffa,* Londres, Verso, 1984.

Shaikh, Anwar y E. Tonak, *Measuring the Wealth of Nations: The Political Economy of National Accounts,* Cambridge, Cambridge University Press, 1994.

Shaw, Edward S., *Financial Deepening in Economic Development,* Nueva York, Oxford University Press, 1973.

Shirky, Clay, «Fame vs Fortune: Micropayments and Free Content», 5 de septiembre de 2003, disponible en shirky.com.

Silvennoinen, Annastiina y Susan Thorp, «Financialization, Crisis and Commodity Correlation Dynamics», Research Paper, núm. 267, Quantitative Finance Research Centre, University of Technology Sydney, 2010.

Simons, Henry *et al.*, «Banking and Currency Reform» en Warren J. Samuels (ed.), *Research in the History of Economic Thought and Methodology,* suplemento núm. 4, Greenwich (CT), JAI Press, 1933.

Sklair, Leslie, *Capitalism and Its Alternatives,* Oxford, Oxford University Press, 2002.

____ *The Transnational Capitalist Class,* Oxford, Blackwell, 2001.

Skott, Peter y Soon Ryoo, «Macroeconomic Implications of Financialization», *Cambridge Journal of Economics,* núm. 32:6, 2008, pp. 827-62.

Smaldone, William, *Rudolf Hilferding,* Dekalb (IL), Northern Illinois University Press, 1998.

Smith, Adam, *The Wealth of Nations,* Londres, Methuen, 1904 [1776].

Solow, Robert, «We'd Better Watch Out», reseña de *Manufacturing Matters,* de Stephen S. Cohen y John Zysman, *New York Times*, 12 de julio 1987.

Spufford, Peter, *Money and Its Use in Mediaeval Europe,* Cambridge, Cambridge University Press, 1988.

____ *Power and Profit: The Merchant in Medieval Europe,* Nueva York, Thames & Hudson, 2002.

Standing, Guy, «Global Feminization Through Flexible Labor: A Theme Revisited», *World Development,* núm. 27:3, 1999, pp. 583-602.

Standing, Guy, «Global Feminization Through Flexible Labor», *World Development*, núm. 17:7, 1989, pp. 1077-1095.

Stenfors, Alexis, «LIBOR as a Keynesian Beauty Contest: A Process of Endogenous Deception», *Research on Money and Finance,* Discussion Paper, núm. 40, 2012.

Stenfors, Alexis, «LIBOR Games: Means, Opportunities and Incentives to Deceive», *Research on Money and Finance,* Discussion Paper, núm. 39, 2012.

Steuart, James, *An Inquiry into the Principles of Political Economy,* 4 vols. en *Works, Political, Metaphysical, and Chronological, of the Late Sir James Steuart,* Londres, Routledge, 1995 [1767].

Stiglitz, Joseph, «Markets, Market Failures and Development», *American Economic Review,* núm. 79:2, 1989, pp. 197-202.

___ «More Instruments and Broader Goals: Moving Toward the Post Washington Consensus», WIDER Annual Lecture, Helsinki, 7 de enero de 1998.

____ «Whither Reform? Ten Years Of The Transition», World Bank, Annual Bank Conference On Development Economics, 28-30 de abril de 1999.

____ «Why Financial Structure Matters», *Journal of Economic Perspectives,* núm. 2:4, otoño de 1988.

Stiglitz, Joseph y Andrew Weiss, «Credit Rationing in Markets with Imperfect Information», *American Economic Review,* núm. 71:3, 1981, pp. 393-410.

Stiroh, Kevin, «Is IT Driving the US Productivity Revival?», *International Productivity Monitor,* vol. 2, 2001, pp. 31-36.

Stix, Helmut, «How Do Debit Cards Affect Cash Demand? Survey Data Evidence», Working Paper, núm. 82, Oesterreichische Nationalbank, 2003.

Stockhammer, Engelbert, «Financialization and the Slowdown of Accumulation», Cambridge, *Journal of Economics,* núm. 28, 2004, pp. 719-741.

Stockhammer, Engelbert, «Neoliberalism, Income Distribution and the Causes of the Crisis», RMF Discussion Paper, núm. 19, 2010.

Stockhammer, Engelbert, «Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime», *Competition and Change,* núm. 12:2, 2008, pp. 184-202.

Strange, Susan, *Casino Capitalism,* Oxford, Basil Blackwell, 1986.

____ «Finance, Information and Power», *Review of International Studies,* núm. 16:3, 1990, pp. 259-274.

____ *The Retreat of the State,* Cambridge, Cambridge University Press, 1996.

____ *States and Markets,* Londres, Continuum, 1994.

____ «Still an Extraordinary Power: America's Role in a Global Market System» en Raymond Lombra y Willard Witte (eds.), *The Political Economy of International and Domestic Monetary Relations,* Ames, Iowa State University Press, 1982.

Suzuki, Yoshio, «Financial Reform in Japan - Developments and Prospects», *Monetary and Economic Studies,* núm. 5:3, diciembre de 1987.

____ *The Japanese Financial System,* Oxford, Clarendon Press, 1987.

Svensson, Lars, «What Is Wrong with Taylor Rules? Using Judgement in Monetary Policy Through Targeting Rules», *Journal of Economic Literature,* núm. 41:2, 2003, pp. 426-477.

Swanson, Eric T., «Let's Twist Again: A High-Frequency Event-Study Analysis of Operation Twist and Its Implications for QE2», *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 42:1, primavera de 2011, pp. 151-188.

Sweezy, Paul M. (ed.), *Karl Marx and the Close of His System,* por Eugen von Böhm-Bawerk. «Böhm-Bawerk's Criticism of Marx», por Rudolf Hilferding; con un

apéndice de Ladislaus von Bortkiewicz «The Transformation of Values into Prices of Production in the Marxian System», Nueva York, A.M. Kelley, 1949.

Sweezy, Paul M., «More (or Less) on Globalization», *Monthly Review,* núm. 49:4, 1997.

____ *The Theory of Capitalist Development,* Nueva York, Monthly Review Press, 1942.

____ «The Triumph of Financial Capital», *Monthly Review,* núm. 46:2, 1994.

Szymanski, Albert, *The Logic of Imperialism,* Nueva York, Praeger, 1981.

Takumi, M., «Hilferding» en K. Suzuki (ed.), *Marukusu Keizaigaku Kogi (Discourses in Marxian Economics),* Tokio, Seirinshoin-shinsa, 1972.

Tang, Ke y Wei Xiong, «Index Investment and Financialization of Commodities», mimeo, Princeton University, marzo de 2011.

Taylor, John B., «Discretion Versus Policy Rules in Practice», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, núm. 39:1, 1993, pp. 195-214.

Thakor, Anjan V., «The Design of Financial Systems: An Overview», *Journal of Banking and Finance,* núm. 20, 1996, pp. 917-948.

Thompson, Paul, «Disconnected Capitalism: Or Why Employers Can't Keep Their Side of the Bargain», *Work, Employment and Society,* núm. 17, 2003, pp. 359-78.

____ «Foundation and Empire: A Critique of Hardt and Negri», *Capital and Class,* núm. 86, verano de 2005, pp. 73-98.

Tobin, James, «A Proposal for International Monetary Reform», *Eastern Economic Journal,* núm. 4, 1978, pp. 153-9.

Toniolo, Gianni, *Central Bank Cooperation at the Bank of International Settlements, 1930-1973*, Cambridge, Cambridge University Press, 2005.

Tooke, Thomas, *An Inquiry into the Currency Principle,* Londres, LSE Reprint Series, 1959 [1844].

Toporowski, Jan, «The Economics and Culture of Financial Inflation», *Competition and Change,* núm. 13:2, 2009, pp. 145-156.

____ *The End of Finance: The Theory of Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism,* Londres, Routledge, 2000.

Torrens, Robert, *The Principles and Practical Operation of Sir Robert Peel's Act of 1844 Explained and Defended,* Londres, Longman, Brown, Green, Longmans and Roberts, 1857.

Tougan-Baranowsky, Michel (Mikhail Tugan-Baranovsky), *Les Crises industrielles en Angleterre,* París, M. Giard & E. Brière, 1913.

Townsend, Robert M., «Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification», *Journal of Economic Theory,* núm. 22, 1979, pp. 265-93.

Triplett, Jack, «High-Tech Industry Productivity and Hedonic Price Indices», *OECD Proceedings: Industry Productivity, International Comparison and Measurement Issues,* OCDE, 1996, pp. 119-142.

Triplett, Jack y Barry Bosworth, «Productivity in the Services Sector», *Brookings Economics Papers,* enero de 2000.

____ «What's New About the New Economy? IT, Economic Growth and Productivity», *International Productivity Monitor,* vol. 2, 2001, pp. 19-30.

Trotsky, Leon, «The Curve of Capitalist Development», publicado originalmente en Rusia, *Cuarta Internacional,* núm. 2:4, 1941 [1923], pp. 111-114.

Turner, Adair, «Adair Turner Roundtable: How to Tame Global Finance», *Prospect,* septiembre de 2009, pp. 34-41.

UNCTAD, *World Investment Report 1999: Foreign Direct Investment and the Challenge of Development,* Nueva York, UN, 1999.

____ *World Investment Report 2002: Transnational Corporations and Export Competitiveness,* Nueva York, UN, 2002.

____ *World Investment Report 2003: FDI Policies for Development. National and International Perspectives,* Nueva York, UN, 2003.

____ *World Investment Report 2005: Transnational Corporations and the Internationalization of R&D,* Nueva York, UN, 2005.

____ *World Investment Report 2006: FDI from Developing and Transition Economies. Implications for Development,* Nueva York, UN, 2006.

Underhill, Geoffrey, «Global Money and the Decline of State Power» en Thomas Lawton, James Rosenau y Amy Verdun (eds.), *Strange Power: Shaping the Parameters of International Relations and International Political Economy,* Burlington (VT), Ashgate, 2000.

____ «Markets Beyond Politics? The State and the Internationalisation of Financial Markets», *European Journal of Political Research,* núm. 19:2-3, 1991, pp. 197-225.

Uno Kozo, *Keizai Genron (Principles of Political Economy),* vol. 1, Tokio, Iwanami Shoten, 1950.

____ *Keizai Genron (Principles of Political Economy)*, vol. 2, Tokio, Iwanami Shoten, 1952.

____ *Keizai Seisakuron,* Tokio, Kobundo Shobo, 1936. Existe traducción al inglés disponible en mimeo *The Types of Economic Policy under Capitalism.*

____ *Kyoukouron (Theory of Crisis),* Tokio, Iwanami Shoten, 1953.

____ *Principles of Political Economy,* Brighton, Harvester Press, 1980.

Usher, Abbott, *The Early History of Deposit Banking in Mediterranean Europe*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 1943.

____ «The Origins of Banking: The Primitive Bank of Deposit, 1200-1600» en Frederic Lane y Jelle Riemersma (eds.), *Enterprise and Secular Change,* Homewood (IL), Richard Irwin, 1953. Publicado originalmente en *Economic History Review,* 1934, vol. IV, pp. 399-428.

Van Alstyne, Marshall y Erik Brynjolfsson, «Global Village or Cyber-Balkans: Modeling and Measuring the Integration of Electronic Communities», *Management Science*, 2004.

Van Els, Peter, Alberto Locarno, Julian Morgan y Jean-Pierre Villetelle, «Monetary Policy Transmission in the Euro Area: What Do Aggregate and National Structural Models Tell Us?», Working Paper, núm. 94, European Central Bank, diciembre de 2001.

Van Werveke, Hans, «Monnaie de Compte et Monnaie Réelle», *Revue Belge de Philologie et d' Histoire,* núm. 13: 1-2, 1934, pp. 123-152.

Vilar, Pierre, *A History of Gold and Money, 1450-1920,* Londres, Verso, 2011.

Volcker, Paul, «The Role of Private Capital in the World Economy» en Stephen Guisinger (ed.), *Private Enterprise and the New Economic Challenge,* Indianapolis, Bobbs-Merrill, 1979.

Volcker, Paul y Toyoo Gyohten, *Changing Fortunes: The World's Money and the Threat of American Leadership,* Nueva York, Times Books, 1992.

Wagner, F. Peter, *Rudolf Hilferding: Theory and Politics of Democratic Socialism,* Atlantic Highlands (NJ), Humanities Press, 1996.

Walras, Léon, *Elements of Pure Economics,* Londres, Allen & Unwin, 1954.

Warren, Bill, *Imperialism Pioneer of Capitalism*, Londres, Verso, 1980.

Weber, Max, *Economy and Society: An Outline of Interpretive Sociology,* Nueva York, Bedminster Press, 1968.

Weeks, John, «Surfing the Troubled Waters of "Global Turbulence": A Comment», *Historical Materialism,* núm. 5, invierno de 1999, pp. 211-230.

Weiss, Linda, «Globalization and the Myth of the Powerless State», *New Left Review,* núm. 225, 1997, pp. 3-27.

Whalen, Charles, «The U.S. Credit Crunch of 2007: A Minsky Moment», *Public Policy Brief,* núm. 92, Annandale-on-Hudson (NY), Levy Economics Institute, 2007.

White, William R., «Is Price Stability Enough?», Working Paper, núm 205, Bank for International Settlements, 2006.

____ «Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilisation Framework?», Working Paper, núm. 193, Bank for International Settlements, 2006.

Wicksell, Knut, «The Influence of the Rate of Interest on Commodity Prices» en *Selected Papers on Economic Activity,* Nueva York, Augustus M. Kelley Publishers, 1969 [1898].

Wigan, Duncan, «Financialisation and Derivatives: Constructing an Artifice of Indifference», *Competition and Change,* núm. 13:2, 2009, pp. 157-172.

Wijnholds, J. Onno de Beaufort, y Lars Søndergaard, «Reserve Accumulation: Objective or By-Product?», *European Central Bank, Occasional Paper Series,* núm. 73, 2007.

Williams, Karel, «From Shareholder Value to Present-Day Capitalism», *Economy and Society,* núm. 29:1, 2000, pp. 1-12.

Williamson, John, «The Washington Consensus Revisited» en Louis Emmerij (ed.), *Economic and Social Development into the XXI Century*, Washington, Inter-American Development Bank, 1997.

____ «What Washington Means by Policy Reform» en John Williamson (ed.), *Latin American Readjustment: How Much has Happened?,* Washington, Institute for International Economics, 1990.

Woodford, Michael, *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy,* Princeton, Princeton University Press, 2003.

____ «Monetary Policy in a World without Money», *International Finance,* núm. 2:3, 2000, pp. 229-260.

____ «Monetary Policy in the Information Economy», *Economic Policy for the Information Economy,* Jackson Hole (Wyoming), Federal Reserve Bank of Kansas City, 2001, pp. 297-371,

Wray, L. Randall, «Financial Markets Meltdown: What Can We Learn from Minsky?», *Public Policy Brief,* núm. 94, Annandale-on-Hudson (NY), Levy Economics Institute, abril de 2008.

____ «Lessons from the Subprime Meltdown», Working Paper, núm. 552, The Levy Economics Institute, 2007.

____ «Minsky's Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis», Working Paper, núm. 661, Annandale-on-Hudson (NY), Levy Economics Institute of Bard College, 2011.

____ «Modern Money» en John Smithin (ed.), *What Is Money?*, Londres, Routledge, 2000.

____ *Money and Credit in Capitalist Economies,* Aldershot and Brookfield, Edward Elgar, 1990.

____ (ed.), *State and Credit Theories of Money: The Contributions of A. Mitchell Innes,* Cheltenham, Edward Elgar, 2004.

____ *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability,* Cheltenham, Edward Elgar, 1998.

Yamaguchi, Shigekatsu, *Kinyuu Kikou no Riron (Theory of the Structure of Finance),* Tokio, Tokio Daigaku Shuppansha, 1984.

Zelizer, Viviana, «Fine Tuning the Zelizer View», *Economy and Society,* núm. 29:3, 2000, pp. 383-389.

____ «Pasts and Futures of Economics Sociology», *American Behavioral Scientist,* núm. 50:8, 2007, pp. 1056-1069.

Zhu, Steven y Michael Pykhtin, «Measuring Counterparty Risk for Trading Products under Basel II», en Michael Ong, *The Basel Handbook: A Guide for Financial Practitioners,* Londres, Risk Books, 2007.

Zysman, John, *Governments, Markets and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change,* Ithaca, Cornell University Press, 1983.

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICAS

Tabla 1.1. Mercados de derivados y producto mundial, billones de dólares estadounidenses, finales de 2010. <27>

Tabla 1.2. Saldo nominal pendiente de los derivados financieros extrabursátiles según las partes implicadas, billones de dólares estadounidenses, junio de 2011. <28>

Gráfico 4.1. Tarjetas de crédito y débito como porcentaje del volumen total de transacciones que no se realizan en efectivo. <125>

Gráfico 4.2. Cheques como porcentaje del volumen total de transacciones que no se realizan en efectivo. <125>

Gráfico 4.3. Transferencias de crédito como porcentaje del volumen total de transacciones que no se realizan en efectivo. <126>

Gráfico 4.4. Débitos directos como porcentaje del volumen total de transacciones que no se realizan en efectivo. <126>

Gráfico 4.5. Tarjetas de crédito y débito como porcentaje del valor total de transacciones que no se realizan en efectivo. <127>

Gráfico 4.6. Cheques como porcentaje del valor total de transacciones que no se realizan en efectivo. <128>

Gráfico 4.7. Transferencias de crédito como porcentaje del valor total de transacciones que no se realizan en efectivo. <128>

Gráfico 4.8. Débitos directos como porcentaje del valor total de transacciones que no se realizan en efectivo. <129>

Gráfico 4.9. Billetes y monedas como porcentaje del PIB. <131>

Gráfico 4.10. Depósitos de reserva en los bancos centrales como porcentaje del PIB. <138>

Gráfico 7.1. Proporciones relativas del PIB, 1970-2007; EEUU, Japón, Alemania, Reino Unido; a precios constantes y paridades del poder adquisitivo constante. <228>

Gráfico 7.2. Tasas de crecimiento anuales del PIB real (1970-2007) en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido. <229>

Gráfico 7.3. Tasas de desempleo en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido. <230>

Gráfico 7.4. Empleo en el sector servicios como proporción de la fuerza de trabajo en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido. <231>

Gráfico 7.5. Productividad del trabajo (PIB/horas trabajadas, niveles) en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido. <233>

Gráfico 7.6. Productividad del trabajo (PIB/horas trabajadas, tasas de crecimiento anuales). <234>

Gráfico 7.7. Participación del trabajo en la renta, PIB/hora trabajada, salarios reales/hora trabajada en EEUU. <244>

Gráfico 7.8. Participación del trabajo en la renta, PIB/hora trabajada, salarios reales/hora trabajada en Japón. <244>

Gráfico 7.9. Participación del trabajo en la renta, PIB/hora trabajada, salarios reales/hora trabajada en Alemania. <245>

Gráfico 7.10. Participación del trabajo en la renta, PIB/hora trabajada, salarios reales/hora trabajada en Reino Unido. <245>

Gráfico 7.11. Tasa de crecimiento de la remuneración del trabajo en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido. <247>

Gráfico 8.1. Activos financieros totales (excluyendo los del resto del mundo) como porcentaje del PIB en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido. <266>

Gráfico 8.2. Activos financieros totales (incluidos los del resto del mundo) como porcentaje del PIB de EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido. <267>

Gráfico 8.3. Activos financieros en manos del sector financiero como porcentaje del PIB; EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido. <269>

Gráfico 8.4. Activos financieros en manos del sector no financiero como porcentaje del PIB en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido. <271>

Gráfico 8.5. Valor añadido de las finanzas, los seguros y los bienes inmuebles como porcentaje del valor añadido total (precios corriente) en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido. <272>

Gráfico 8.6. Empleo en la intermediación financiera como porcentaje del empleo total en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido. <274>

Gráfico 8.7. Beneficios financieros como porcentaje de las ganancias totales en EEUU. <276>

Gráfico 8.8. Beneficios antes de impuestos de las empresas financieras como porcentaje de los beneficios internos totales antes de impuestos en Reino Unido. <277>

Gráfico 8.9. Beneficios antes de impuestos de las empresas financieras como porcentaje de los beneficios internos totales antes de impuestos; Japón. <278>

Gráfico 8.10. Fuentes netas de financiación como porcentaje de los gastos de capital en EEUU. <285>

Gráfico 8.11. Financiación externa neta total como porcentaje de los gastos de capital en EEUU. <286>

Gráfico 8.12. Fuentes netas de financiación como porcentaje de la formación bruta de capital en Reino Unido. <286>

Gráfico 8.13. Financiación externa neta total como porcentaje de la formación bruta de capital en Reino Unido. <287>

Gráfico 8.14. Fuentes netas de financiación como porcentaje de la formación bruta de capital; Alemania. <288>

Gráfico 8.15. Financiación externa neta total como porcentaje de la formación bruta de capital; Alemania. <288>

Gráfico 8.16. Fuentes netas de financiación como porcentaje de los gastos de capital en Japón. <289>

Gráfico 8.17. Financiación externa neta total como porcentaje de los gastos de capital en Japón. <289>

Gráfico 8.18. Composición de los activos financieros totales de las empresas no financieras en EEUU (1975-2008). <290>

Gráfico 8.19. Composición de los activos financieros totales de las empresas no financieras en Japón (1978-2008). <291>

Gráfico 8.20. Composición de los activos financieros totales de las empresas no financieras en Alemania (1991-2008). <291>

Gráfico 8.21. Composición de los activos financieros totales de las empresas no financieras en Reino Unido (1987-2008). <292>

Gráfico 8.22. Composición de los pasivos de las empresas no financieras y no agrarias en EEUU (1975-2008). <293>

Gráfico 8.23. Composición de los pasivos de las empresas no financieras en Japón (1979-2009). <294>

Gráfico 8.24. Composición de los pasivos de las empresas no financieras en Alemania (1991-2008). <294>

Gráfico 8.25. Composición de los pasivos de las empresas no financieras en Reino Unido (1987-2008). <295>

Gráfico 8.26. Activos de los bancos comerciales como porcentaje de los activos financieros del sector financiero, de los activos financieros de toda la economía y del PIB en EEUU (1959-2009). <296>

Gráfico 8.27. Activos de los bancos comerciales como porcentaje de los activos financieros del sector financiero, de los activos financieros de toda la economía y del PIB en Japón (1979-2009). <297>

Gráfico 8.28. Activos de los bancos comerciales como porcentaje de los activos financieros del sector financiero, de los activos financieros de toda la economía y del PIB en Alemania (1991-2009). <297>

Gráfico 8.29. Activos de los bancos comerciales como porcentaje de los activos financieros del sector financiero, de los activos financieros de toda la economía y del PIB en Reino Unido (1987-2009). <298>

Gráfico 8.30. Composición de los activos de los bancos comerciales en EEUU (1950-2009). <299>

Gráfico 8.31. Composición de los activos bancarios en Japón (1979-2009). <300

Gráfico 8.32. Composición del crédito de los bancos nacionales como porcentaje del total de los activos bancarios en Alemania (1981-2009). <300>

Gráfico 8.33. Composición de los préstamos de la Instituciones Financieras Monetarias como porcentaje de los activos de las mismas en Reino Unido (junio de 1990-marzo de 2010). <301>

Gráfico 8.34. Composición de los pasivos y capital propio de los bancos comerciales en EEUU (1970-2009). <302>

Gráfico 8.35. Composición de los pasivos bancarios en Japón (1979-2009). <302>

Gráfico 8.36. Composición de los pasivos bancarios en Alemania (1980-2009). <303>

Gráfico 8.37. Composición de los pasivos de los bancos comerciales como porcentaje del total de los pasivos financieros en Reino Unido (1987-2008). <303>

Gráfico 8.38. Composición de los pasivos de los hogares como porcentaje del PIB en EEUU (1945-2009). <305>

Gráfico 8.39. Composición de los pasivos de los hogares como porcentaje del PIB en Reino Unido (1987-2009). <305>

Gráfico 8.40. Composición de los pasivos de los hogares como porcentaje del PIB Alemania (1991-2009). <306>

Gráfico 8.41. Composición de los pasivos de los hogares como porcentaje del PIB en Japón (1980-2009). <306>

Gráfico 8.42. Composición de los activos financieros de los hogares como porcentaje del PIB en EEUU (1945-2009). <308>

Gráfico 8.43. Composición de los activos financieros de los hogares como porcentaje del PIB, en Reino Unido (1987-2009). <309>

Gráfico 8.44. Composición de los activos financieros de los hogares como porcentaje del PIB en Alemania (1991-2009). <309>

Gráfico 8.45. Composición de los activos financieros de los hogares como porcentaje del PIB en Japón (1980-2009). <310>

Gráfico 8.46. Flujos de capital mundial neto, países emergentes y en vías de desarrollo (en millardos de dólares). <314>

Gráfico 8.47. Flujos netos de capital privado, países emergentes y en vías de desarrollo (en millardos de dólares). <315>

Tabla 8.1. Reservas de los países emergentes y en vías de desarrollo (en millardos de dólares). <317>

Tabla 9. 1. Préstamos hipotecarios en EEUU, 2001-2006, en millardos de dólares norteamericanos. <344>

Tabla 9. 2. Refinanciación hipotecaria en EEUU, 2000-2007. <345>

Tabla 9. 3. Ahorro personal, EEUU, 2000-2007. <346>

Gráfico 9.1. Consumo como porcentaje del PIB en EEUU, Japón, Alemania, Reino Unido. <347>

Gráfico 9.2. Inversión como porcentaje del PIB en EEUU, Japón, Alemania, Reino Unido. <348>

Gráfico 9.3. Deuda de los hogares y de las instituciones sin ánimo de lucro como porcentaje de la renta bruta disponible (2001-2007) en EEUU, Japón, Alemania, Reino Unido. <348>

Gráfico 9.4. Activos bancarios como porcentaje del PIB en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido. <349>

Gráfico 9.5. Evolución de los costes laborales unitarios en la eurozona. <368>

Gráfico 9.6. Balanzas por Cuenta Corriente de la eurozona como porcentaje del PIB. <369>

Gráfico 9.7. Ahorro neto en la eurozona como porcentaje del PIB. <369>

Gráfico 9.8. Exposición a la periferia de los bancos del centro de la eurozona, millones de dólares. <371>

Gráfico 9.9. Activos de los bancos de la periferia de la eurozona como porcentaje del PIB. <371>

Gráfico 9.10. Deuda española por sector emisor. <372>

Gráfico 9.11. Deuda portuguesa por sector emisor. <373>

Gráfico 9.12. Deuda griega por sector emisor. <374>

Gráfico 9.13. Saldo primario de los gobiernos de la eurozona como porcentaje del PIB. <375>

Gráfico 9.14. Ratio de la deuda pública respecto al PIB en la periferia de la eurozona. <376>



